

Um Alento no Balanço de Riscos

O balanço de riscos da economia brasileira tornou-se ligeiramente menos desfavorável neste começo de ano, em relação há alguns meses. Em praticamente todas as áreas da economia começa a ganhar força uma narrativa mais alentadora sobre como será 2017.

Um exemplo claro diz respeito à inflação, que dá sinais mais nítidos de estar cedendo, e mais fortemente do que os analistas esperavam. Um segundo sinal vem do nível de atividade. O indicador da produção industrial de dezembro, quando divulgado, revelará uma elevação robusta da produção física, resultante, principalmente, mas não exclusivamente, do bom desempenho da indústria de automóveis, ônibus e caminhões. Neste último caso, o comportamento está possivelmente associado ao terceiro sinal positivo: uma safra agrícola muito boa, cujo escoamento impulsiona a indústria e os serviços.

Ainda quanto à atividade, outro motivo para moderado otimismo é o esperado efeito sobre o consumo das famílias da tão aguardada liberação dos recursos das contas inativas do FGTS. De fato, a injeção dos cerca de R\$ 30 bilhões na conta corrente das famílias ainda no primeiro semestre implicará um aumento de seu consumo não antevisto em nossas projeções anteriores. Dado o peso do consumo no PIB, a aceleração está longe de ser desprezível.

Finalmente, mas não menos importante, no fechamento desta edição do Boletim veio a público o resultado da prévia da sondagem industrial do IBRE, que revelou uma importante reversão da tendência de queda da confiança que havia caracterizado os últimos meses do ano passado. Como esse indicador se caracterizou por forte volatilidade em 2016, a recuperação deve ser encarada com cautela. Mas não pode nem deve ser ignorada.

Esses sinais positivos tendem a se reforçar ao longo de 2017 via seus reflexos sobre indicadores como taxa de câmbio e risco país e sobre a própria política econômica. É o caso do afrouxamento monetário sendo conduzido pelo Banco Central. Assim, o comunicado que acompanhou a redução de 0,75 pp da taxa SELIC na reunião do Copom de janeiro, maior que a esperada pela mediana dos analistas, trouxe indicações de que futuros cortes poderão ser da mesma ordem de grandeza. Consequentemente, existe a perspectiva de que a taxa no fim do ano possa chegar a 9,5%.

Evidentemente, nada disso garante que a crise tenha acabado ou que a recuperação econômica seja uma certeza. Como em qualquer balanço de riscos, também é preciso considerar os negativos. Na nossa avaliação existe um que se destaca e não pode ser desprezado: o de que a proposta de reforma da Previdência não seja aprovada nos moldes propostos pelo Executivo. Melhor dizendo, que seja aprovada com partes importantes diluídas. Mesmo sabendo que a reforma da Previdência não é solução única para a crise fiscal a curto e médio prazos, o caráter simbólico de sua aprovação é crucial pela sinalização aos agentes econômicos da disposição do meio político de perseguir o ajuste fiscal de forma consistente. Naturalmente, vale também o outro lado da moeda: se a reforma for aprovada nos moldes em que foi enviada ao Congresso, o impacto sobre a confiança será muito positivo, reforçando o processo de gradual aceleração do crescimento previsto para o ano.

Outros impulsos dessa natureza virão se o ímpeto reformista do governo federal mantiver a intensidade atual, como se deduz da divulgação de preparativos de medidas para uma reforma

tributária. Tanto mais necessária quando se observa que a situação de estados e municípios, fortemente endividados e em crise fiscal, exigirá do governo central ações que possivelmente impliquem aumento do endividamento federal. Logo, colocará um ônus adicional no ajuste. Mesmo reconhecendo que o objetivo da reforma não é elevar a carga tributária, é de se esperar que contribua para melhorar a eficiência do sistema tributário e, por esta via, alivie as contas públicas.

Um segundo risco relevante vem das ações da nova administração dos EUA, cujas primeiras medidas indicam considerável turbulência global à frente. No entanto, poucos analistas se arriscam a prever se os impactos econômicos das medidas a serem tomadas serão positivos para o Brasil ou não. É aguardar para ver.

Dito isso, um resumo das demais seções deste Boletim inclui:

Quanto aos indicadores de atividade, atualizamos nossa projeção de variação do PIB no quarto trimestre de 2016 de -0,5% para -0,6% em relação ao terceiro trimestre. Com isso, o crescimento estimado para o ano cheio caiu para -3,6% e o carregamento estatístico para 2017 passou a ser de -0,9%. Para o primeiro trimestre de 2017, nossa projeção permanece sendo de alta de 0,1% em relação ao quarto do ano passado.

Para o ano fechado também mantivemos a estimativa de +0,3%, com viés de alta. Dois aspectos para justificar esse viés são: a perspectiva de uma boa safra agrícola, com implicações positivas para o crescimento do PIB no primeiro trimestre deste ano; e os possíveis efeitos sobre o gasto das famílias advindos da liberação dos recursos nas contas inativas do FGTS, estimados em cerca de R\$ 30 bilhões, cujo impacto sobre o consumo das famílias em 2017 poderá elevar a taxa anual em 0,4%, contra praticamente zero na atual projeção. [\(Seção 1\)](#)

No que diz respeito às expectativas de empresários e consumidores, os resultados do final do ano não foram encorajadores: em dezembro os índices repetiram a queda registrada no mês anterior. Após dois trimestres de alta, o ajuste do quarto trimestre ocorreu com uma previsível calibragem de expectativas e a incômoda manutenção de níveis mínimos de satisfação com o presente. Esse ajuste se deve a uma avaliação mais realista do possível ritmo de recuperação da economia, depois da relativa euforia observada a partir de meados do ano passado.

Não é por outra razão que o Indicador de Incerteza Econômica (IIE-BR, IBRE) voltou a subir entre setembro e dezembro. Os indicadores de confiança continuam retratando um cenário nebuloso: em dezembro, a confiança empresarial encontrava-se no nível mínimo da recessão de 2008; a confiança do consumidor abaixo disso. Mas o aumento da confiança da indústria em janeiro, revelado pela prévia do indicador, traz uma esperança de que a maré de baixa tenha sido estancada. [\(Seção 2\)](#)

Como prevíamos, o mercado de trabalho permaneceu fraco no final de 2016. A taxa de desemprego medida pela PNAD Contínua alcançou 11,9% em novembro, registrando leve alta em relação aos 11,8% de outubro. Reforçando o cenário de crise no mercado de trabalho, a população desocupada cresceu 0,75% em novembro, alcançando 12,1 milhões. Trata-se do pior nível na série iniciada em setembro de 1992, conforme retropolação da PNAD Contínua, produzida pelo IBRE.

No entanto, nem todos os resultados foram ruins: a partir da análise dessas novas séries do IBRE, constatou-se que houve forte crescimento não-sazonal da população ocupada (PO), ao lado de expressivo aumento não-sazonal da população economicamente ativa (PEA) (sendo este acréscimo inclusive superior ao apresentado pela PO dessazonalizada). Ainda assim, a projeção

dos nossos analistas é de leve alta da taxa de desemprego no início de 2017, seguida de lenta e gradual redução a partir de meados do ano. [\(Seção 3\)](#)

Os sinais de desaceleração da inflação são outro destaque positivo do início deste ano, ao lado dos indícios de melhora do nível de atividade, inclusive pelas implicações sobre a política monetária. A evolução positiva da inflação pode ser inferida não apenas da desinflação observada ano passado, quando o IPCA subiu 4,4 pp menos do que em 2015, mas também da trajetória desta desinflação, intensificada no último quadrimestre. Assim, enquanto de janeiro a agosto do ano passado a taxa em 12 meses diminuiu pouco mais de 1,7 pp, daí até o final do ano — na metade do tempo, portanto — o recuo foi de 2,7 pp.

O ano de 2017 começa com indicações de que a desaceleração prossegue no ritmo dos meses finais de 2016. Não obstante, um motivo para preocupação é o descolamento registrado entre preços ao consumidor e ao produtor, na passagem de 2016 para 2017. Em dezembro, o IPC avançou 0,33%, enquanto o IPA subiu 1,13%, após uma sucessão de percentuais na vizinhança de zero. Um exame das causas da aceleração do IPA sugere que o desencontro, por ora, não é sinal de alta na inflação ao consumidor. Nossa previsão para 2017 é de que a inflação medida pelo IPCA será de cerca de 5%. [\(Seção 4\)](#)

A análise da política monetária foca, como não poderia deixar de ser, no novo ritmo de redução da taxa SELIC. Na avaliação do nosso analista, as raízes do recuo da inflação estão nas mudanças de política econômica com a troca de governo em 2016. Entre elas, sinais objetivos de independência operacional do BC, aliados a um firme compromisso de trazer a inflação para a meta em 2017. Na esteira da queda das expectativas e das taxas correntes e projetadas de inflação, o BC optou pela “antecipação do ciclo de distensão da política monetária”. Daí o novo ritmo de redução da SELIC.

A questão central que se coloca em seguida é o que esperar daqui para a frente. Em contraste com o que até recentemente esperava nosso analista — uma certa moderação no ritmo de queda de SELIC —, as manifestações do BC não sinalizam preocupação com esta questão. Isso é um sinal de confiança de que, pelo menos por enquanto, não será preciso reduzir o ritmo de queda. Confiança essa, aliás, que vem sendo confirmada pelo fato de que no cenário de mercado as projeções oficiais de inflação para 2017 e 2018 atingiram 4,4% e 4,5%, respectivamente. [\(Seção 5\)](#)

A seção dedicada à política fiscal faz uma avaliação de como se encerraram as contas públicas em 2016 e traz uma perspectiva de curto prazo para este começo de 2017. Embora 2016 não tenha sido um bom ano para a política fiscal, ele trouxe algumas boas notícias: a aprovação da PEC 55/16, que estabelece um teto para as despesas primárias do governo federal, já em vigor este ano; o encaminhamento da reforma da Previdência; a redução da inflação, que diminui a pressão pelos gastos indexados ao salário mínimo em 2017; e a redução em R\$ 37,5 bilhões do estoque de restos a pagar que, embora eleve o teto para gastos em 2017, também reduz os compromissos de exercícios passados.

O ano passado deve ter se encerrado com um déficit primário de R\$ 167,7 bilhões (2,7% do PIB). Os primeiros meses de 2017 serão importantes para aferir como esse déficit vai evoluir este ano, sobretudo pelo lado da receita. Um sinal aparentemente positivo está no fato de que a trajetória da queda da arrecadação real das receitas federais parece ter tido uma inflexão no fim do ano passado, ao recuar 6% nos 12 meses findos em dezembro, depois de ter registrado queda de 7% em junho-julho. [\(Seção 6\)](#)

A análise do setor externo foca o superávit comercial previsto para 2017, depois de em 2016 ter sido registrado o maior superávit da série histórica brasileira: US\$ 48 bilhões. Como enfatizado talvez repetidamente em edições anteriores deste Boletim, esse resultado foi fruto de redução das importações (-20%) bem maior do que das exportações (-3%).

Para 2017, a previsão de superávit comercial de US\$ 35 bilhões do IBRE é bem inferior às de diversos especialistas. As diferenças de projeção são explicadas principalmente pelas exportações, pois é consensual que as importações irão se recuperar (cerca de 4%, segundo nossas estimativas). Já em relação às exportações, nossa previsão é que elas diminuirão ao redor de 4%, enquanto outras fontes projetam elevação das receitas de exportação. Nosso resultado se deve à evolução combinada das *commodities* e não *commodities* na pauta exportada, com comportamentos bastante distintos previstos para este ano. [\(Seção 7\)](#)

A seção dedicada ao panorama da economia mundial traz um alerta sobre os riscos esperados para 2017, entre eles as políticas do novo presidente americano, a implementação da saída do Reino Unido da União Europeia e possíveis vitórias de partidos com tendências isolacionistas nas eleições a serem realizadas este ano em países da Europa. No que diz respeito aos primeiros, nosso analista não acredita que o desempenho dos EUA venha a piorar muito em relação ao passado recente.

Já em relação à Europa, há dois riscos principais. Um, da eleição de Marine Le Pen na França, não deve produzir efeitos muito acentuados, pois ela não teria maioria do Congresso e, provavelmente, o primeiro ministro seria da direita, mas não da extrema-direita. Outro risco para a Europa é o de que os números fiscais de Portugal se tornem muito fracos. Finalmente, há o risco de haver alguma pressão inflacionária mais forte mundo afora. Na verdade, para a economia mundial não se trata de risco, mas de dinâmica positiva que permitirá, caso se materialize, um saudável processo de elevação dos juros nominais e escape dos riscos de deflação. [\(Seção 8\)](#)

O Observatório Político, de autoria do Prof. Octavio Amorim Neto, especula sobre o que esperar do governo Temer este ano. Após registrar como traço importante até aqui a permanente alternância de notícias boas e ruins, o autor destaca que nem tudo é culpa do governo. Do ponto de vista dos fatores relevantes, três aspectos são destacados: o primeiro é o comprometimento com o ajuste fiscal; o segundo, as excelentes relações do Palácio do Planalto com a maioria de centro-direita que controla o Congresso — que, no entanto, está cheia de políticos cercados pela Operação Lava-Jato e por outros escândalos (e aqui encontra-se um dos aspectos singulares do atual governo: é forte no Congresso, mas não tem credibilidade aos olhos da sociedade); o terceiro, as dúvidas levantadas pelo processo contra a chapa Dilma-Temer 2014 que corre no Tribunal Superior Eleitoral (TSE). [\(Seção 9\)](#)

Finalmente, a seção Em Foco, de autoria de Livio Ribeiro, analisa o que esperar do desempenho da China em 2017, em texto que tem o instigante subtítulo “Sintonia Fina e Demonstração de Força”. [\(Seção 10\)](#)

Boa Leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Riscos favoráveis para o crescimento em 2017

Os indicadores de atividade em novembro não trouxeram surpresas capazes de alterar substancialmente nossa projeção de crescimento para o último trimestre de 2016. Incorporando as informações do Monitor do PIB de novembro¹ (Tabela A.1), que apontou crescimento positivo de 0,7% MsM (-1,5% AsA), e as informações de nossas prévias de dezembro para os indicadores de atividade, atualizamos nossa projeção de variação do PIB no quarto trimestre de -0,5% TsT para -0,6% TsT (-2,3% AsA) (Tabela 1). Com isso, o crescimento esperado de 2016 caiu 0,1 pp para -3,6%, enquanto o carregamento estatístico para 2017 aprofundou-se para -0,9%.

Para o primeiro trimestre de 2017, por sua vez, nossa projeção permanece em 0,1% TsT (-1,5% AsA) e, para o ano fechado, em 0,3% (Tabela 1). Vislumbramos dois aspectos positivos no cenário de crescimento para este ano. Em primeiro lugar, os prognósticos bastante favoráveis para a safra. O IBGE, na última publicação do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), divulgou um crescimento esperado de 16,1% para a safra de 2017, que é compatível com o crescimento esperado pela CONAB, de 15,3%. Sazonalmente, o PIB agropecuário é concentrado no primeiro trimestre. Com o resto da economia ainda rodando em patamares bastante deprimidos, a contribuição do setor para o crescimento do PIB neste primeiro trimestre de 2017 deverá ser bastante expressiva. Se nossa projeção de 6,7% AsA estiver correta, a contribuição deverá atingir 0,5 pp para o PIB deste período (Gráfico 1).

Tabela 1: Projeções PIB

Atividades	2016T4/2015T4	2016/2015	2017T1/2016T1
Consumo das Famílias	-3,9%	-4,5%	-2,3%
Consumo do Governo	-0,5%	-0,7%	-0,8%
Investimento	-7,1%	-10,6%	-5,9%
Exportação	-3,8%	2,9%	-5,9%
Importação	-6,5%	-11,5%	-3,3%
PIB	-2,3%	-3,6%	-1,5%
Agropecuária	-1,3%	-5,9%	6,7%
Indústria	-2,4%	-3,8%	-1,3%
Extrativa	1,3%	-3,6%	4,6%
Transformação	-2,1%	-5,2%	-0,6%
Construção Civil	-7,5%	-5,2%	-5,5%
Eletricidade e Outros	3,5%	5,0%	1,5%
Serviços	-2,1%	-2,6%	-1,9%
Comércio	-2,5%	-6,0%	-1,9%
Transporte	-6,7%	-6,9%	-5,2%
Serviços de informação	-3,5%	-3,2%	-2,8%
Intermediação financeira	-3,1%	-2,7%	-2,8%
Outros serviços	-3,9%	-3,4%	-3,0%
Aluguéis	0,3%	0,2%	0,1%
Administração pública	0,5%	0,2%	-0,3%

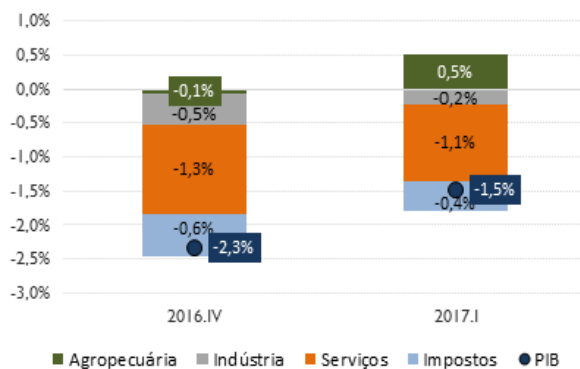
Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

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

O segundo aspecto, mais difícil de mensurar, refere-se ao recente anúncio do governo de liberação para saque dos recursos congelados nas contas inativas do FGTS. O governo estima que a medida possa injetar até 0,5% do PIB, ou R\$ 30 bilhões, na economia. O montante corresponde a 0,8% do consumo total das famílias. Tendo em vista a estrutura de preferências dos consumidores, é provável que parte dos recursos, que poderiam ser direcionados para quitar dívidas, seja alocada para consumo corrente. Isso coloca um viés positivo na nossa atual projeção de consumo das famílias, que aponta estabilidade em 2017. Com efeito, se metade dos R\$ 30 bilhões estimados impactasse o consumo a partir do segundo trimestre de 2017, nossa projeção subiria de 0% para 0,4% (Gráfico 2).

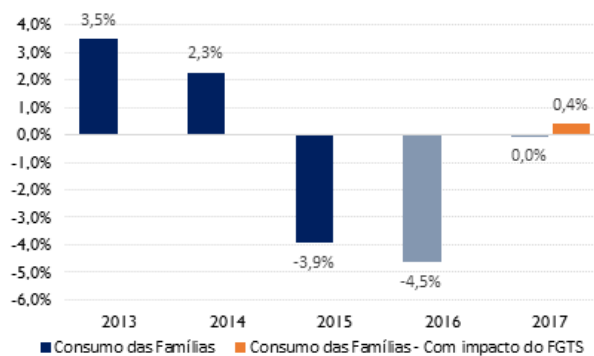
Finalmente, nossas prévias dos indicadores de atividade sugerem algum alívio da atividade econômica em dezembro de 2016. A produção industrial deverá crescer 3,2% MsM, impulsionada principalmente por mais um resultado positivo da produção de veículos. A pesquisa do comércio, por sua vez, aponta um modesto recuo de 0,4% MsM, após o expressivo crescimento de 2% em novembro. Por ora, mantemos nossa projeção de 0,3% para o crescimento do PIB em 2017, ainda aguardando informações mais completas do PIB de 2016.

Gráfico 1: PIB AsA e Contribuição dos Setores



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: Consumo das Famílias: Crescimento 2017



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela A.1: Monitor do PIB

Atividades	NOV2016/NOV2015 (Sem ajuste sazonal)	NOV2016/OUT2016 (Com ajuste sazonal)	Média Móvel 3 Meses	
			NOV2016/NOV2015 (Sem ajuste sazonal)	NOV2016/AGO2016 (Com ajuste sazonal)
Consumo das famílias	-1,9%	0,2%	-3,2%	-0,4%
Consumo do governo	-2,8%	-4,9%	-0,6%	-1,3%
Formação bruta de capital fixo	-5,8%	-0,5%	-8,1%	-4,1%
Exportação	7,8%	6,6%	-3,5%	0,8%
Importação	-0,7%	0,5%	-3,2%	1,4%
PIB	-1,5%	0,7%	-3,0%	-0,9%
Agropecuária	-2,8%	-2,0%	-3,9%	1,8%
Indústria	-0,9%	1,0%	-3,2%	-1,5%
Extrativa	6,0%	-0,1%	3,5%	1,8%
Transformação	-0,8%	1,3%	-3,9%	-1,8%
Construção civil	-7,2%	0,3%	-8,0%	-4,3%
Eletricidade e outros	2,6%	0,6%	2,8%	-0,3%
Serviços	-1,7%	0,2%	-2,5%	-0,7%
Comércio	-0,2%	0,0%	-3,1%	0,8%
Transporte	-5,1%	1,6%	-8,0%	-1,4%
Serviços de informação	-3,2%	0,2%	-3,7%	-3,3%
Intermediação financeira	-3,9%	-0,4%	-3,8%	-0,5%
Outros serviços	-3,9%	0,5%	-4,1%	-2,6%
Aluguéis	0,4%	0,0%	0,2%	0,5%
Administração pública	0,4%	-0,1%	0,2%	-0,2%

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

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

O custo da incerteza

Os índices de confiança de empresas e consumidores mantiveram, em dezembro, a tendência de queda observada no mês anterior. Com o resultado, após dois trimestres de alta, o ajuste do quarto trimestre ocorreu com uma previsível calibragem de expectativas e a incomoda manutenção de níveis mínimos de satisfação com o presente.

Como fator atenuante, a comparação dos resultados de sondagens com indicadores quantitativos sugere que a calibragem das expectativas se deve a uma visão mais realista do ritmo possível de recuperação da economia brasileira e não a fatos novos, que levariam a uma nova rodada de desaceleração neste início de ano.

Em relação ao primeiro semestre de 2017, há relativo consenso quanto a um cenário de crescimento marginal próximo a zero para a economia brasileira, com manutenção da tendência de piora do mercado de trabalho. Nesse quadro, o que se pode esperar para os indicadores de confiança? A resposta deve ser precedida pela análise de seus fatores determinantes.

Do ponto de vista do consumidor, além do nível corrente de atividade, os fatores que mais afetam a confiança

caminharão em sentidos opostos neste semestre: a inflação, com tendência declinante, e o desemprego, com perspectiva ainda ascendente. A queda dos juros facilitará a renegociação de dívidas, abrindo espaço orçamentário para compras, mas o impacto no ICC será limitado pelas perspectivas ainda negativas para a massa salarial e pelo grau elevado de incerteza.

Gráfico 3: Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor
(dados dessazonalizados, em médias móveis trimestrais)

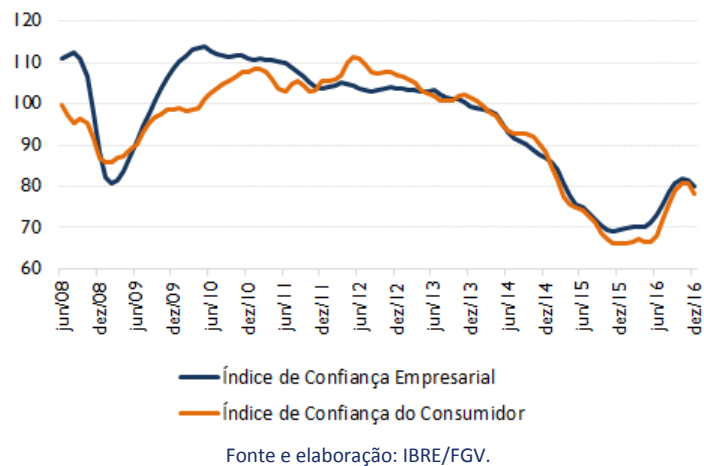


Gráfico 4: Índices da Situação Atual (ISA) e de Expectativas (IE) de Consumidores (dados dessazonalizados)

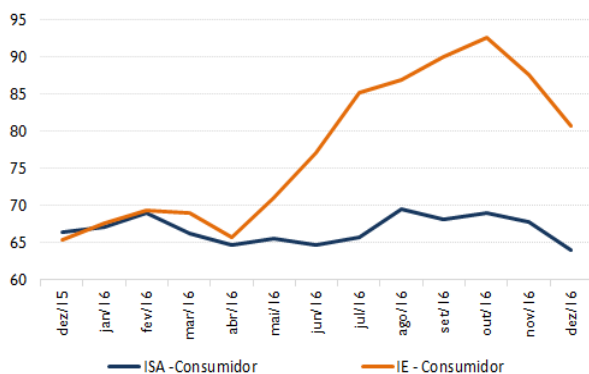
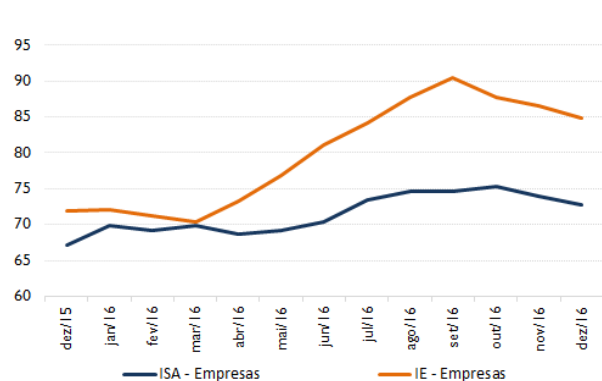


Gráfico 5: Índices da Situação Atual (ISA) e de Expectativas (IE) de Empresas (dados dessazonalizados)



No âmbito empresarial, os níveis de atividade e lucratividade correntes são preponderantes na avaliação da situação presente. Além do cenário de retomada lenta da atividade, a distensão da política monetária costuma impactar positivamente as expectativas da indústria. Este cenário moderadamente virtuoso já estaria sendo captado pela prévia da Sondagem Industrial divulgada em 24/01: a alta de 3,1 pontos, se confirmada na versão final da pesquisa, faria o ICI retornar ao

nível de setembro passado. Uma alta mais expressiva da confiança, no entanto, dependerá da redução dos níveis de incerteza econômica e política.

Em 2016, a melhora das expectativas coincidiu com um período de redução de incertezas. Entre abril e setembro, enquanto o Índice de Expectativas Empresariais avançava 20 pontos, percorrendo 2/3 do caminho entre o fundo do poço e um nível considerado neutro, o Indicador de Incerteza Econômica (IIE-BR, IBRE) recuava de 141,6 para 120,6 pontos. Entre setembro e dezembro, o índice voltaria a subir para 136,4 pontos.

O canal de transmissão entre incerteza e economia pode ser ilustrado com dados da Sondagem de Investimentos do 4o trimestre de 2016. Nessa pesquisa, as empresas incertas em relação ao respectivo plano de investimentos para os 12 meses seguintes (29% do total) apresentaram uma probabilidade 19% superior de revisá-los posteriormente para baixo, em relação às demais.²

Os índices de confiança continuaram retratando um quadro nebuloso ao final de 2016: a confiança empresarial encontrava-se no nível mínimo da recessão de 2008 e a confiança do consumidor abaixo disso. Ao início de 2017, notícias favoráveis como a desaceleração da inflação e queda dos juros devem colaborar para a retomada da tendência de alta esboçada entre março e setembro de ano passado. Uma evolução mais favorável desses indicadores nos próximos meses dependerá da aceleração efetiva da atividade e da redução de incertezas, o que, por sua vez, dependerá de fatos como a aprovação das medidas de ajuste fiscal, carro-chefe do governo atual.

Aloisio Campelo Jr. e Rodolpho Guedon Tobler

3. Mercado de Trabalho

Emprego não-sazonal surpreende, mas desemprego cresce

O mercado de trabalho formal permaneceu fraco no final de 2016. O saldo líquido de empregos formais do Caged apresentou perdas de 116,7 mil vagas, em novembro, surpreendendo negativamente os analistas. Em dezembro, este mesmo saldo ficou em -462,4 mil, em linha com a nossa projeção. A taxa de desemprego medida pela PNAD Contínua alcançou 11,9%, em novembro, uma leve alta em relação aos 11,8% de outubro. Reforçando o cenário de crise no mercado de trabalho, a população desocupada (PD) cresceu 0,75%, em novembro, alcançando 12,1 milhões. Trata-se do pior nível desde setembro de 1992, segundo a série retropolada da PNAD Contínua produzida pelo IBRE.

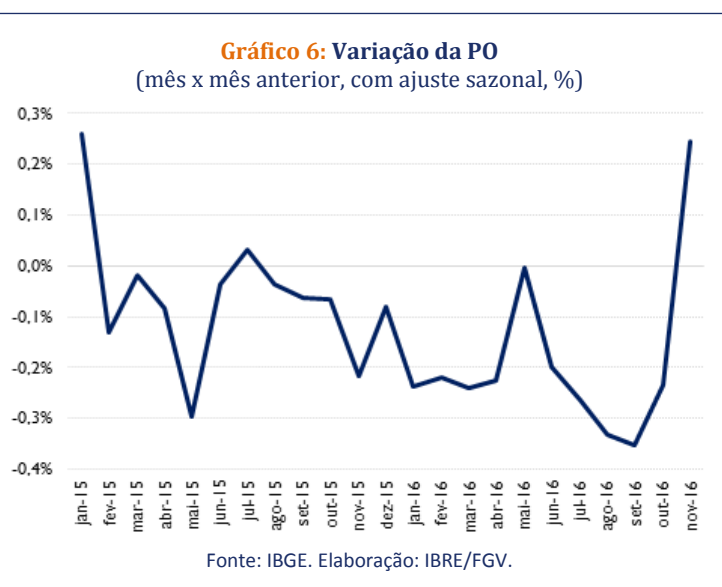
² Exercício feito usando o efeito marginal médio a partir de regressões logit e probit.

As séries retropoladas da PNAD Contínua, cujo processo de construção se encontra descrito em uma nota técnica disponível no portal IBRE, são expressivamente mais longas do que aquelas originalmente fornecidas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Algumas vantagens provenientes da utilização de séries mais longas da PNAD Contínua já foram mencionadas em edições anteriores do Boletim. Outro importante ganho dessas séries, iniciadas em 1992, é o fato de permitirem a realização de um ajuste mais preciso nas tendências sazonais do emprego e da renda (provenientes de demissões de início de ano, aumento de contratações no pré-Natal, etc). Especificamente, considerações teóricas garantem que processos de dessazonalização com séries longas, com maior número de observações, consigam eliminar “ruídos” de maneira mais consistente em relação a tentativas de dessazonalização com séries curtas, como as originalmente fornecidas pelo IBGE, que possuem amostras mais reduzidas.

Assim, ao dessazonalizar os dados históricos utilizando as séries longas, e não as séries curtas, conseguimos separar melhor as tendências sazonais das não-sazonais. Além disso, o procedimento de dessazonalização dos dados da PNAD Contínua, cujos detalhes metodológicos (e também resultados) aparecem descritos em uma nota técnica disponível no portal IBRE, permite realizar análises comparando-se o mês corrente com o imediatamente anterior. Trata-se, portanto, de um avanço em relação ao procedimento usual, em que as sazonalidades mensais eram eliminadas a partir de comparações entre o mês corrente e o mesmo mês do ano anterior.

Como exemplo, analisando as séries dessazonalizadas da PNAD Contínua no mês de novembro, podemos notar: i) forte crescimento da população ocupada (PO) não-sazonal; ii) expressivo aumento da população economicamente ativa (PEA) não-sazonal, sendo este acréscimo inclusive superior ao apresentado pela PO não-sazonal.

No Gráfico 6, observa-se um impressionante aumento da PO no último mês da série. Mais precisamente, comparando-se o mês corrente com o mês anterior, constata-se que a PO apresentava queda de 0,35% em outubro, mas passou a crescer 0,24% em novembro. Este aumento chama atenção por ser o mais expressivo desde janeiro de 2015, interrompendo meses de trajetória de queda. Trata-se de um resultado surpreendente, em meio à fraqueza do cenário econômico.



No Gráfico 7, observamos que a PEA apresentou no último mês da série um crescimento ainda mais forte do que o da PO. Mais precisamente, a PEA cresceu 0,53% em novembro (contra o mês

anterior). Este é um crescimento significativo em comparação a outubro, que registrou crescimento nulo. É possível que esteja se verificando um fenômeno de retorno de pessoas desalentadas à atividade em novembro, em resposta ao forte crescimento da PO no mesmo período.

Como resultado do fato de que o crescimento da PEA não pôde ser absorvido inteiramente pelo aumento da PO, observamos em novembro um avanço do desemprego (Gráfico 8). A

taxa de desemprego com ajuste sazonal (ou seja, retirado o efeito sazonal positivo das contratações temporárias) em novembro alcançou 12,3%. Também podemos notar que o desemprego apresenta contínuo crescimento desde janeiro de 2015, data em que se iniciou um processo de agravamento da crise brasileira.

Nossa projeção é de leve piora do desemprego no início de 2017, seguida de lenta e gradual

recuperação a partir de meados do ano. A PEA deve exercer, ao longo de todo o período, pressões estabilizadoras sobre a trajetória da taxa de desemprego. Mais precisamente, projetamos uma queda na PO, no início de 2017, em virtude de uma aceleração nas demissões dos trabalhadores temporários que tipicamente ocorre no começo do ano. Neste caso, haverá concomitantemente um fluxo de retirada de trabalhadores desalentados da PEA para a

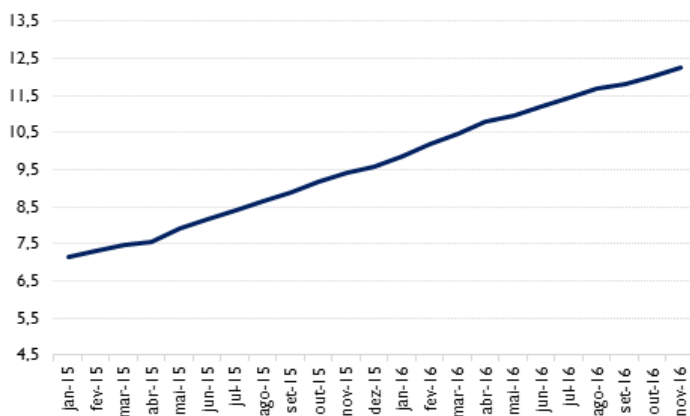
inatividade. Em consequência, o desemprego crescerá de maneira atenuada no início de 2017. Em um segundo momento, de retomada gradual da atividade a partir de meados deste ano, espera-se elevação dos níveis de emprego. Como fenômeno inverso, pessoas desalentadas e inativas serão atraídas de volta ao mercado de trabalho à medida que a atividade e o emprego começarem a se recuperar – o que atenuará a queda do desemprego.

Gráfico 7: Variação da PEA
(mês x mês anterior, com ajuste sazonal, %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 8: Taxa de Desemprego (com ajuste sazonal, %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

4. Inflação

Depois de surpresa positiva em 2016, desaceleração dá sinais de continuar em 2017

Embora quase dois pontos percentuais acima da meta, a inflação de 2016, de 6,29%, foi bem recebida. Basta lembrar que, em 2015, o IPCA acumulou uma alta de 10,67%. A avaliação positiva do resultado, no entanto, decorreu menos do recuo propriamente dito, de 4,4 pontos percentuais (pp), que da trajetória da desaceleração, intensificada no último quadrimestre. De janeiro a agosto, a taxa em 12 meses diminuiu pouco mais de 1,7 pp. Dali em diante, na metade do tempo, o recuo foi de 2,7 pp.

Não resta dúvida de que os preços da alimentação, livres do impacto negativo do fenômeno El Niño, foram decisivos para que a desaceleração inflacionária ganhasse vigor. A intensificação animou ainda mais o mercado e as autoridades por ser marcada por um saudável processo de disseminação de influências favoráveis. Entre elas está a rubrica de serviços livres. Contrariando a maior parte das previsões, que apontavam para taxas superiores a 7%, o grupo encerrou o ano em 6,5%. Se o comportamento dos serviços surpreendeu para melhor, o oposto se deu com os bens de consumo não duráveis (exclusive alimentação), cuja taxa anual foi de 9,3%.

O ano de 2017 começa com indicações de que a desaceleração prossegue no ritmo dos meses finais de 2016. O IPCA-15 variou 0,31%, o menor percentual da série para um mês de janeiro. O grupo alimentação e bebidas avançou 0,28%. Em janeiro de 2016, essa parcela subiu 1,67%. Diferença semelhante deverá ser observada no IPCA. Será um alívio e tanto. Também os serviços devem registrar taxas mais baixas que as do início de 2016, mesmo levando em conta a escassa flexibilidade dos reajustes das anuidades escolares. O mercado de trabalho ainda em marcha a ré e o salário mínimo subindo quase cinco pontos percentuais a menos que em 2016 justificam o prognóstico.

Uma ocorrência relevante é o descolamento registrado entre preços ao consumidor e ao produtor na passagem de 2016 para 2017. Em dezembro, o IPC avançou 0,33%, mas o IPA chegou a 1,13%, após uma sucessão de percentuais na vizinhança de zero. Um exame das causas da aceleração do IPA sugere que o desencontro, por ora, não é sinal de inflação ascendente. A pressionar o índice estão, em primeiro plano, o minério de ferro, em fulgurante recuperação, e o óleo diesel, cuja alta de quase 10% na refinaria, anunciada no dia 6 de janeiro, ratifica a nova orientação da Petrobras de evitar defasagens nos preços de derivados.

Pela experiência passada, altas de minério de ferro, quando alcançam o consumidor, já sofreram grande atenuação. Quanto ao diesel, baixou duas vezes antes de subir e está apenas 1% acima do preço de outubro. Não há que se falar de encarecimento do frete. Novas altas das duas matérias primas são mera especulação, sobretudo no caso do petróleo, que depende de arranjos frequentemente instáveis entre produtores.

Fatores adicionais de pressão sobre o IPA, mas com impactos menores, foram os aumentos de preços de alimentos *in natura* e os de insumos industriais. Os primeiros, de natureza sazonal, parecem devidamente incorporados às previsões de índices ao consumidor. Sobre as altas dos

insumos industriais, pairam dúvidas a respeito de duração e alcance. Parece certo, porém, que estão conectadas à elevação simultânea de índices ao produtor em diversos países, trazendo-os de volta ao terreno positivo após um interregno deflacionário que na China durou quatro anos. De qualquer maneira, o hiato entre IPC e IPA no Brasil deverá ser reduzido dentro de um ou dois meses, quando a safra de verão for colhida e os preços agrícolas cederem diante do aumento da oferta, estimado pelo IBGE em 16%.

É sobre essa previsão que está assentada a expectativa de inflação ao redor de 5% em 2017. Se concretizada, os alimentos terão sido os protagonistas dessa nova rodada de desaceleração. Mas não serão os únicos responsáveis pelo feito. Os serviços livres têm ainda uma importante contribuição a dar, assim como os bens de consumo não duráveis. De toda forma, numa fase de múltiplas interrogações, quanto mais abundante a oferta agrícola, maior a margem para enfrentar contratempos, importados ou locais, que se oponham à queda da inflação.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

O 'novo ritmo' da taxa Selic

A recente trajetória de queda da inflação no Brasil resulta do brutal quadro recessivo. Dadas as circunstâncias, cedo ou tarde, o ritmo de crescimento dos preços cederia de qualquer maneira, não cabendo atribuir ao Banco Central responsabilidade pela referida trajetória. Estaria correto esse raciocínio?

Tal pensamento tem lá sua justificativa. Afinal, geração de expressivo hiato de produto costuma ser o principal canal por meio do qual um aperto monetário reduz o crescimento dos preços. Mas seria realmente de esperar que a inflação cedesse independentemente da ação da autoridades monetária? Que desdobramentos teríamos tido na ausência de uma postura firme como a apresentada pelo BC nos últimos seis meses, postura esta que se beneficiou do avanço obtido no terreno do controle dos gastos públicos?

A nosso ver, mudanças de política econômica, na esteira da troca de governo, são o que explica o recuo da inflação. Dois aspectos merecem destaque. O primeiro não tem a ver com avanço concreto no terreno do controle do déficit público a curto prazo, já que de fato isto não ocorreu, mas com a perspectiva de correção do desequilíbrio fiscal e da reversão da trajetória explosiva da dívida pública a prazo mais longo. A despeito das notórias dificuldades de se efetivamente conseguir esse intento, tal perspectiva concorre para produzir expectativa de inflação mais baixa no futuro. O segundo aspecto tem a ver com sinais objetivos de independência operacional do BC, aliados a um firme compromisso de trazer a inflação para a meta em 2017. Sem esses ingredientes, a inflação dificilmente cederia, sendo bem possível que se distanciasse ainda mais da meta.

Na esteira da queda das expectativas e das taxas correntes e projetadas de inflação, o BC optou pela "antecipação do ciclo de distensão da política monetária", como explicam as notas do

Copom. Tal opção envolveu definir um “novo ritmo” de redução da taxa Selic, de 75 pontos. Diante disso, a questão central passa a ser o que esperar daqui para a frente.

No Boletim Macro de dezembro, argumentamos que, na hipótese de o BC promover corte de 75 pontos em janeiro, o grande desafio seria “controlar o ritmo esperado de queda da Selic”, de maneira a não prejudicar os planos da instituição. Curiosamente, as notas do Copom e manifestações públicas do presidente do BC não sinalizam preocupação alguma com essa questão, sinal de confiança de que, pelo menos por enquanto, não será preciso reduzir o ritmo de queda.

Dentre outros fatores, por trás dessa confiança provavelmente está o fato de que, no cenário de mercado, as projeções oficiais de inflação para 2017 e 2018 atingiram 4,4% e 4,5%, respectivamente. Note-se que esses 4,4% constituíram agradável surpresa até mesmo para os que mais de perto acompanham os exercícios do BC.

A perspectiva de que a economia brasileira dificilmente experimentará recuperação expressiva nos próximos trimestres e a possibilidade de o desempenho da economia dos EUA sob o novo governo vir a frustrar as expectativas otimistas originariamente formadas (preservando-se, portanto, o gradualismo do Fed) dão respaldo à confiança do BC acerca do “novo ritmo” da taxa Selic. Sendo assim, somente a eventualidade de severo revés no campo fiscal e das reformas ou a mudança drástica no cenário internacional serão capazes de impedir que, antes mesmo do fim do ano, a Selic real chegue a 5,0% a.a. Neste ponto, provavelmente se reacenderá o debate em torno do que seria apropriado fazer, do ponto de vista estrutural, para trazer o juro real do país ainda mais para baixo.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Retrospectiva de 2016 e desafios para 2017 na política fiscal

A recessão enfrentada pelo país provocou deterioração muito intensa na arrecadação do governo. Nos últimos anos, a queda a receita tem sido maior até que a do PIB, o que tem agravado a crise fiscal. Entretanto, 2016 contou com uma receita extraordinária de R\$ 46,8 bilhões, o que permitiu que o governo reduzisse o estoque de restos a pagar, sem comprometer a meta de déficit primário para o ano – que já era muito elevada. O objetivo desta seção é traçar um panorama de como irão se encerrar as contas de 2016 e trazer uma perspectiva de curto prazo para o início de 2017.

2016 foi um ano muito conturbado para as finanças públicas nacionais, em todas as esferas de governos. No âmbito federal, destaca-se a meta de déficit fiscal de 170,5 bilhões, anunciada logo após o *impeachment* da ex-presidente Dilma – outro evento que abalou a condução na política fiscal no ano.

Já no âmbito dos Estados, o excesso de gastos, sobretudo obrigatórios, combinou-se com a redução drástica da arrecadação própria e das transferências da União para agravar ainda mais a situação de curto prazo, o que comprometeu o pagamento de servidores e fornecedores.

Os municípios, por sua vez, aguardaram as eleições para as prefeituras para iniciar uma onda de decretos de calamidade financeira.

No contexto agregado, 2016 não foi um bom ano para a política fiscal, mas trouxe algumas boas notícias: a aprovação da PEC 55/16, que estabelece um teto para as despesas primárias do governo federal, já em vigor este ano; o encaminhamento da reforma da Previdência; a redução da inflação, que diminui a pressão pelos gastos indexados ao salário mínimo em 2017; e a redução em R\$ 37,5 bilhões do estoque de restos a pagar, que embora eleve o teto para gastos em 2017, também reduz os compromissos de exercícios passados.

De acordo com a avaliação de dezembro de 2016, o resultado primário do ano passado deve ter se encerrado com um déficit de R\$ 167,7 bilhões (2,7% do PIB).

O Gráfico 9 mostra uma mudança de trajetória da queda da arrecadação real das receitas federais. Em julho, a redução da receita bateu no fundo do poço, com -7%, sendo que posteriormente o recuo sofreu lenta e gradual desaceleração, com a variação situando-se em dezembro em -6%. Desta dinâmica não constam os dados da repatriação de recursos, que trouxe um alívio para as receitas, reduzindo a queda para -2,3%, em termos reais.

Gráfico 9: Taxa de Crescimento Real (Acumulado em 12 meses) da Arrecadação Adm. pela RFB



Fonte: Tesouro Gerencial – MF/STN. Elaboração: IBRE/FGV.

Assim, quando olhamos para a trajetória de arrecadação na média móvel de 12 meses até dezembro de 2016 – considerando apenas as receitas administradas pela RFB e com base nas informações do Tesouro Gerencial –, podemos identificar tendências que podem ter continuidade nos primeiros meses deste ano.

Dessa forma, os primeiros meses de 2017 serão importantes, sobretudo pelo lado da receita. Se houver frustração na arrecadação, as despesas deverão ser contingenciadas.

Vilma da Conceição Pinto

7. Setor Externo

O superávit comercial de 2017: menos exportações e mais importações

A balança comercial de 2016 fechou com o maior superávit da sua série histórica: US\$ 48 bilhões. O saldo positivo é explicado pela queda de 20% nas importações, associada à retração no nível de

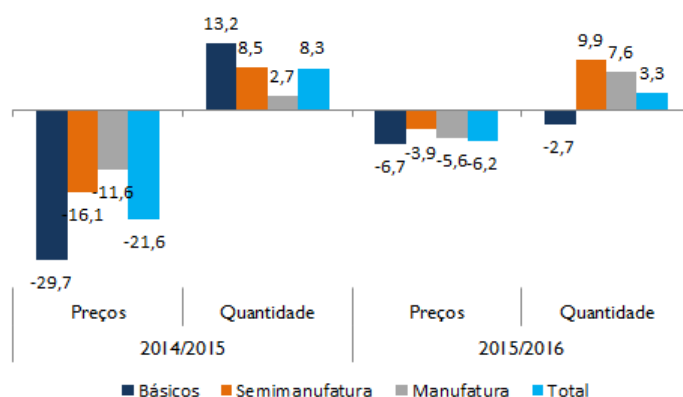
atividade. Já as exportações recuaram 3% em relação ao ano anterior. Com isso, a corrente de comércio brasileira segue em declínio, mantendo a tendência observada desde 2014. Para 2017, o modelo IBRE-FGV prevê um superávit de US\$ 35 bilhões, valor inferior ao de projeções que têm sido divulgadas por especialistas. O que explica essa diferença?

Os números variam entre os especialistas, mas é consensual que as importações irão crescer em 2017 (+3,6% em valor, segundo nosso modelo) na presença de uma tímida recuperação do crescimento econômico (saindo de uma recessão no biênio 2015-2016 para a estabilidade em 2017). O mesmo consenso não ocorre com as previsões relativas às exportações: nosso modelo prevê recuo de 3,8% nos valores exportados, ao passo que outras fontes projetam elevação das receitas de exportação.

O volume do comércio mundial cresceu somente 1,7% em 2016, segundo a Organização Mundial do Comércio (OMC), o pior desempenho após a retração de 2009. Para 2017, tanto a OMC como outros organismos internacionais projetam aumento moderados, que variam entre 2,1% e 3,1%. Ainda que pequeno, esse seria um vetor positivo.

Olhando os preços de exportação e as quantidades embarcadas (Gráfico 10), chama a atenção, do lado das quantidades, que o crescimento observado em 2016 (3,3%) tenha sido menor do que o registrado em 2015 (+8,3%), ainda que tenha ocorrido importante mudança de composição, com o avanço de itens industriais, sejam manufaturas ou semimanufaturas. Já do lado dos preços, ocorreu uma importante diminuição no ritmo de desaceleração, com o recuo de 22% em 2015 e de 6,2% em 2016.

Gráfico 10: Variação Acumulada dos Índices de Preço e Quantum das Exportações (%)



Fonte: FUNCEX. Elaboração: IBRE/FGV.

Para 2017, concordamos com o efeito positivo da demanda externa, mas consideramos necessário analisar com mais cuidado a estrutura da pauta brasileira. O índice IBRE-FGV das exportações de *commodities* (Gráfico 11) mostra uma reversão dos preços em todos os principais grupos na comparação entre o primeiro semestre de 2016 (quando caíram 18% frente a 2015) e o segundo semestre de 2016 (quando subiram 6,3% ante o mesmo período do ano anterior). As quantidades, por sua vez, mostraram desempenho simétrico, avançando no primeiro semestre e recuando no segundo. Combinando os dois efeitos, observa-se que o valor das exportações de *commodities* cai nos dois semestres em relação ao mesmo período de 2015 (-5% no primeiro semestre e -7% no segundo semestre).

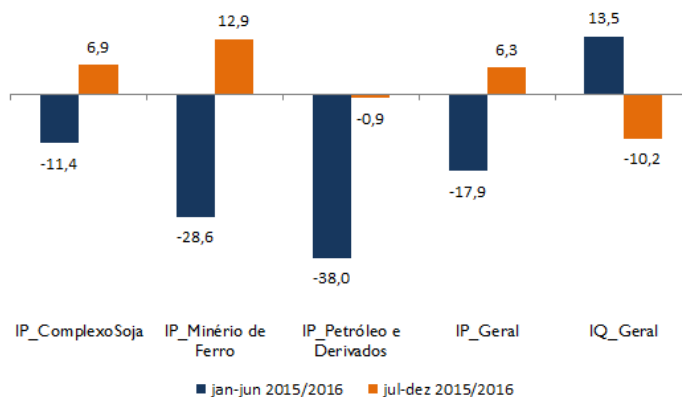
Projetar que o aumento do preço das *commodities* se manterá em 2017 é partir de uma perspectiva muito otimista, em nossa visão. O Fundo Monetário Internacional prevê crescimento de 2,1% para as *commodities* (exclusive petróleo) e de 20% para petróleo. Como o Brasil é exportador e importador do petróleo, o efeito positivo é atenuado. Além disso, o aumento do segundo semestre parte de uma base menor que o do primeiro semestre de 2015. Não descartamos que possa ser registrada elevação em valor do conjunto exportado das *commodities*, mas, para que as exportações totais aumentem, seria necessário que os volumes de manufaturas avançassem em um percentual ainda maior do que o registrado em 2016.

Consideramos que são três os fatores que explicaram o comportamento das manufaturas em 2016. O primeiro foi o efeito defasado da desvalorização cambial ocorrida em 2015 (Gráfico 12). Entre janeiro e setembro de 2015, a taxa efetiva real se desvalorizou em 39%. Posteriormente, iniciou sua trajetória de valorização e terminou o ano de 2016 acumulando queda de 36% em relação ao pico de setembro.

O segundo fator foi o impulso dado às vendas de automóveis, que passaram a ocupar o primeiro lugar na lista das principais manufaturas exportadas (aumento de 39% em relação a 2015) com a regularização dos acordos comerciais com Argentina, México e Colômbia. Destaca-se também o crescimento das vendas de aviões para os Estados Unidos e as exportações das plataformas de petróleo (aumento de 88%). Por fim, a recessão doméstica forçou as empresas a procurarem de forma mais persistente o mercado externo no ano passado.

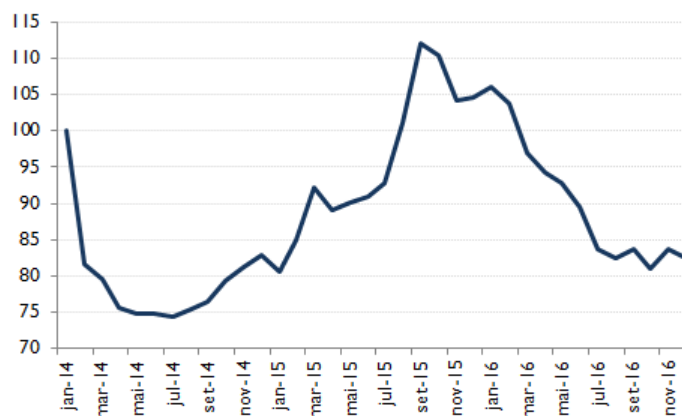
Para 2017, ainda que esperemos alguma melhora (na média do ano) para os preços de *commodities* (o que pode levar a um aumento dos valores exportados nesta categoria), parece-nos razoável que os vetores que impulsionaram as manufaturas não se repitam, ou ao menos não

Gráfico 11: Variação Acumulada dos Índices de Preço e Quantum das Exportações de *Commodities* (%)



Fonte: MDIC/SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 12: Taxa de Câmbio Efetiva Real: Deflator IPCA Brasil/IPC Países*



*cesta de moedas: EUA, Japão, Argentina, China, Zona do Euro e Reino Unido.

Fontes: Bloomberg; Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

na intensidade observada no ano passado. O fim da recessão doméstica e os efeitos defasados da taxa de câmbio mais apreciada – e que deve continuar se apreciando em termos reais durante 2017 – sugerem não só uma diminuição do ímpeto exportador como um aumento das importações.

Em conclusão, se por um lado partilhamos da visão mais consensual sobre o aumento das importações em 2017, por outro acreditamos que o comportamento combinado das *commodities* e não *commodities* da pauta exportada indica pequena queda no valor das vendas externas em relação ao observado em 2016.

Lia Baker Valls Pereira e Livio Ribeiro

8. Panorama Internacional

Riscos para a economia mundial em 2017

O ano inicia-se com o espectro do populismo. Há o risco das políticas do novo presidente americano, Donald Trump, da implementação da saída do Reino Unido da União Europeia e de possíveis eleições de governos com tendências isolacionistas em países da Europa.

A economia americana deve ter fechado o ano passado – este texto foi escrito em 18 de janeiro – com crescimento de 1,7%, se o quarto trimestre fechar em 0,68% ante o terceiro trimestre de 2016, ou em 2,80% na taxa trimestral anualizada.

O desempenho fraco da economia no ano – 1,7%, comparado à média de 2,05% das taxas de crescimento nos sete anos de recuperação desde 2010 – deveu-se principalmente ao primeiro trimestre muito ruim. Não parece que o mau desempenho do primeiro trimestre irá se repetir em 2017. As principais prévias do primeiro trimestre de 2017 sugerem crescimento na casa de 0,5%, ou de 2% na taxa anualizada. Se este ritmo for mantido ao longo do ano, a economia deve fechar com crescimento de 2,3%.

Não vejo riscos elevados de a economia ter desempenho muito pior do que esse em função das políticas de Trump. Se ele fizer o que prometeu, o impacto de longo prazo de suas políticas isolacionistas será de queda da produtividade. Esse efeito aparecerá em alguns anos.

Para prazos menores, provavelmente o impacto deve ser de pequeno aumento da inflação e de um maior crescimento, em função do fechamento da economia. Assim, um crescimento pouco superior a 2% é o cenário básico. O risco maior é para a renda fixa. Se Trump for bem-sucedido em inflacionar a economia americana, em vez de duas elevações dos Fed Funds em 2017, de 0,25 pp cada, é possível que tenhamos três.

Apesar de o mercado de trabalho estar praticamente a pleno emprego, o Fed não deve se preocupar muito com a inflação, a ponto de praticar ação mais intensa. Os salários ainda têm aumentado muito pouco e há sinais de que o mercado de trabalho tem conseguido tirar trabalhadores que estão fora da força de trabalho diretamente para o emprego, um dos objetivos de Yellen com sua política monetária mais frouxa.

Para a Europa há dois riscos. O primeiro é a eleição da presidente Marine Le Pen na França. No entanto, esse risco, mesmo que venha a ocorrer, não deve produzir efeitos muito acentuados. Le Pen não terá maioria do Congresso e, provavelmente, o primeiro ministro será da direita, mas não da extrema-direita.

Outro risco para a Europa é o de que os números fiscais de Portugal venham muito fracos. No final de novembro de 2014, assumiu, como primeiro-ministro de Portugal, António Costa, do Partido Socialista (PS), de centro-esquerda, em substituição a Pedro Passos, do Partido Social Democrata (PSD), de centro-direita. Uma das ideias do novo gabinete foi desfazer algumas das medidas de ajuste fiscal estrutural – redução de benefícios previdenciários e salários de servidores – em troca de medidas de corte de custeio, que são menos estruturais. Até o momento – o último dado disponível da série é do segundo trimestre de 2016 – não houve piora no superávit primário.

O mercado, no entanto, tem piorado a precificação de risco dos títulos soberanos portugueses. No momento da troca do gabinete, os títulos portugueses pagavam 2,0 pp além dos títulos alemães. De lá para cá, este prêmio subiu para 3,7 pp, em alta de 170 bps. O fenômeno parece restrito a Portugal. No mesmo período, os títulos do governo espanhol mantiveram-se estáveis em torno de 1 pp acima dos alemães.

Finalmente, há o risco de haver alguma pressão inflacionária mais forte mundo afora. Na verdade, para a economia mundial não se trata de risco, mas de dinâmica positiva que permitirá, caso se materialize, um saudável processo de elevação dos juros nominais e escape dos riscos de deflação. Ao longo de 2016, observamos uma forte virada do índice de preços ao produtor na China, que saiu de -6% para 3%, comparando sempre os mesmos meses de 2016 e 2015. Esse fenômeno de elevação dos índices de preços ao produtor tem ocorrido na Ásia, Europa e EUA, e pode gerar dificuldades para o cenário de inflação no Brasil: para que o IPCA feche por volta de 4,8%, será necessário que os preços dos bens duráveis rodem na casa de 2,4%, o que não será o caso se importarmos inflação de bens.

Samuel Pessôa

9. Observatório Político

Temer em 2017: Navegando à Deriva em Mares Encapelados

Não há atividade mais desacreditada nos dias atuais do que o exercício de prognóstico político. Depois da eleição de Trump, da vitória do Brexit e da derrota da proposta de paz no referendo colombiano, os leitores de bola cristal estão de cabeça baixa. O autor dessas linhas, por exemplo, previu que Dilma Rousseff não enfrentaria grandes dificuldades legislativas depois de sua reeleição em outubro de 2014.

Ainda assim, o prognóstico político é um exercício útil porque pode oferecer parâmetros para avaliar conjunturas muito dinâmicas e identificar o significado de eventos inusitados. Ajuda, em suma, a dar alguma ordem mental ao caos gerado por inúmeras informações díspares que se

recebem todo dia. Diante dos erros de previsão, é fundamental reconhecê-los e rever as premissas que os embasaram.

Dito isso, o que se pode esperar do governo Temer em 2017?

O primeiro passo é reconhecer o padrão que o tem caracterizado desde o início: a permanente alternância de notícias boas e ruins. Um dia o Executivo comemora um êxito espetacular no plenário da Câmara dos Deputados. Dois dias depois, um ministro palaciano é duramente atingido pela Lava-Jato. Um dia divulga-se que a inflação ficou dentro da faixa de tolerância da meta. Pouco tempo depois, o Banco Central anuncia uma considerável queda dos juros. Alvissaras! Contudo, na manhã seguinte, assassinatos em massa nos presídios brasileiros são seguidos por comentários lastimáveis do presidente. Mais assassinatos. O país se inteira de que vive uma gravíssima crise de segurança pública, que, para alguns, pode se transformar em uma ameaça à segurança nacional. Nada indica que esse padrão de alternância de boas e más notícias se alterará em 2017.

Nem tudo é culpa do governo, apesar da baixíssima qualidade média dos seus ministros. As crises política e econômica e as mazelas sociais são profundas, com fortes determinantes estruturais. O mundo também não ajuda. A chegada de Trump à Casa Branca será uma fonte permanente de incerteza global, pois o novo presidente dos EUA está rasgando várias das regras que sempre pautaram a política doméstica e a conduta diplomática de Washington. Talvez, no curto prazo, a política econômica de Trump estimule o crescimento, mas, no médio prazo, o potencial de erros de um populista crasso é enorme, como bem sabem os calejados latino-americanos.

Portanto, com base na média das tendências nacionais e internacionais, o governo Temer se deparará, ao longo de 2017, com circunstâncias muito difíceis, mas não necessariamente desastrosas.

Voltando à cena política brasileira, cabe agora listar os principais ativos do governo Temer. O primeiro é ter-se comprometido, de maneira digna de crédito, com o ajuste fiscal. Isso significa o apoio do empresariado e dos investidores, o único grupo socioeconômico relevante que está com a atual administração, que sofre de deprimentes índices de popularidade. Esse apoio não é pouco, mas diz muito das reais limitações do presidente. Exemplo: por que cargas d'água não se cortaram radicalmente as generosas isenções fiscais concedidas à indústria por Dilma, de modo a se reduzir mais ainda o déficit público? Alguns economistas dizem que não é assim tão fácil, pois pode gerar ainda mais desemprego. Há também alguns complicados detalhes legais. Pode até ser, mas essas preocupações, por assim dizer, técnicas, não explicam por que o empresariado ainda não recebeu a devida conta pelo ajuste fiscal. A explicação mais provável se encontra na dependência política do Executivo *vis-à-vis* ao referido grupo.

O segundo ativo são as excelentes relações do Palácio do Planalto com a maioria de centro-direita que controla o Congresso. Sem isso, Temer poderia já ter caído. Todavia, essa maioria está cheia de políticos cercados pela Operação Lava-Jato e por outros escândalos. Trata-se do maior contingente dentro da desmoralizada classe política brasileira, que, a qualquer momento, pode ver seus líderes irem para a cadeia. O próprio Temer e seu círculo íntimo se sentem ameaçados

pela Lava-Jato, conquanto neguem qualquer envolvimento em práticas ilícitas. E aqui encontra-se um dos aspectos singulares do atual governo: é forte no Congresso, mas não tem credibilidade aos olhos da sociedade. Assim, dificilmente Temer será destituído pelo Poder Legislativo, tal qual foram Collor e Dilma.

Entretanto, sua falta de credibilidade pode enfraquecê-lo na hora do seu maior desafio na área econômica, a reforma da Previdência. Tal debilidade será inevitavelmente explorada por poderosas corporações, que farão de tudo para aguar as absolutamente necessárias alterações no sistema de seguridade social. Registre-se, contudo, que a promulgação da emenda constitucional que impõe um teto aos gastos públicos em dezembro de 2016 aumentou a probabilidade de aprovação de alguma reforma da Previdência, dada a interdependência entre ambas.

Por último, há ainda todas as dúvidas levantadas pelo processo contra a chapa Dilma-Temer 2014 que corre no Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Embora seja provável que Temer escape, surpresas e sobressaltos certamente advirão das decisões que o TSE terá que tomar durante o ano corrente.

Ao fim e ao cabo, em 2017, Temer, um presidente com sólido apoio parlamentar e empresarial, mas com sérios problemas de credibilidade e sem popularidade, governará um país avariado, navegando à deriva nos mares encapelados de um sistema internacional cujo vértice, os EUA, é, agora, fonte de incertezas desconcertantes. Além da sobrevivência no cargo, o principal desafio do chefe de Estado brasileiro será reformar a Previdência social, hoje à beira da falência. Se conseguir aprovar uma fatia considerável da sua proposta de reforma, Temer poderá respirar aliviado; caso contrário, deverá perder a esperança de fazer boa figura nos livros de história.

Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV

10. Em Foco IBRE: China em 2017: Sintonia fina e demonstração de força

Em uma economia com elevado grau de dirigismo estatal e que ainda é regida por planos plurianuais, a discussão do cenário econômico para um determinado ano deve ser sempre feita sob dois enfoques. Em primeiro lugar, avalia-se o desempenho recente da economia, o que ajuda a identificar se há, ao menos no futuro próximo, maior probabilidade de aceleração ou desaceleração. Posteriormente, é necessário auferir a diferença entre esse desempenho e as metas estabelecidas para o médio prazo.

Em economias dirigidas, como é o caso da chinesa, esse costuma ser um bom indicador da direção e da intensidade das políticas econômicas a serem perseguidas pelo planejador central. Sob essa tipificação, a discussão do cenário econômico chinês para 2017 deve ser feita tanto em função do desempenho do último biênio (2015/2016) como do que seria necessário para atingir as metas de crescimento até o fim da década (6,5% a.a.) estabelecidas pelo Congresso Nacional do Povo em 2015.

Após renovados temores sobre um “pouso forçado” no início daquele ano (com importante desaceleração da demanda externa e menor momentum doméstico, especialmente nos

indicadores de oferta), o governo chinês implementou uma nova rodada de políticas públicas expansionistas. Ainda que a agenda de reformas estruturais (que levariam a crescimento mais baixo e com maior participação relativa do consumo/serviços em equilíbrio) fosse mantida, é inegável que esses novos estímulos representaram ao menos um atraso (e para alguns analistas um retrocesso) nesta agenda.

Em linhas gerais, os vetores de apoio foram aqueles já utilizados em eventos anteriores: entre o segundo trimestre de 2015 e o terceiro trimestre de 2016, houve importante flexibilização das condições monetárias, ampliação da liquidez interbancária, aceleração do crédito, forte expansão fiscal e parafiscal, intenso ativismo regulatório, além de importante depreciação da taxa de câmbio frente ao dólar americano.³

Como os principais setores beneficiados foram aqueles ligados ao investimento, à construção civil e ao setor externo, muitos paralelos foram traçados em relação ao grande estímulo posterior à crise financeira global de 2009. A transição do modelo econômico teria sido abandonada em prol de um impulso de curto prazo, o que fatalmente levaria a um colapso da economia no médio prazo.

Sempre consideramos que essa interpretação era bastante exagerada – não só o tamanho do estímulo foi muito menor, como sua composição e seus resultados foram bastante distintos do ocorrido em 2009. O que pareceu estar em curso era uma sintonia fina, não para acelerar o crescimento a todo custo como em 2009, mas sim para estancar a desaceleração mais intensa que era vislumbrada em meados de 2015 – processo no qual a agenda reformista ficaria em segundo plano.

Se, sob a ótica do crescimento, as políticas foram um sucesso — com desempenho no biênio confortavelmente acima do limite inferior de 6,5% a.a. estabelecido pelo Politburo —, por outro lado é forçoso reconhecer que certos desequilíbrios já amplamente mapeados se aprofundaram. Como o retorno de novos projetos parece ser claramente menor do que no passado, precisa-se de cada vez mais estímulo para gerar menor crescimento marginal. O corolário mais imediato desse

³ Do lado monetário, ocorreram cortes significativos das taxas referenciais de juros da economia (da ordem de 150 bps) e dos depósitos compulsórios (entre 250 bps e 550 bps, dependendo do setor-alvo). No crédito, medidas mais agregadas, que incluem instrumentos não bancários, reverteram uma contração de 17% em 12 meses, em julho de 2015, para uma expansão de 15% ao final de 2016. No mesmo período e na mesma métrica, a expansão do crédito bancário avançou de 5,4% para 11,8%. Do lado fiscal, o déficit primário acelerou-se de aproximadamente 1,5% do PIB em 2014 para 2,6% do PIB em 2015. O resultado fiscal de 2016 ainda não foi divulgado, mas as indicações mais recentes sugerem que o governo terá dificuldade para atingir a sua meta de déficit de 3,0% no ano passado. Todos esses números se referem somente a resultados orçamentários usuais; no conceito de déficit aumentado do Fundo Monetário Internacional (que inclui iniciativas parafiscais, principalmente nas municipalidades), o déficit chinês já estaria próximo a 10% do PIB desde 2015. Como exemplos de medidas administrativas e regulatórias, podem ser citadas (i) as intervenções diretas no mercado acionário e a tentativa de dirigir o comportamento dos preços, inclusive com a proibição de vendas a descoberto (2015); (ii) as mudanças estruturais na legislação cambial em 2015 e 2016 (o que, em nossa visão, deve ser entendido como parte da agenda de reformas), associadas à intervenção na cotação por meio de medidas administrativas nos mercados *onshore* e de Hong Kong; e (iii) a supressão de restrições administrativas e a facilitação da concessão de crédito imobiliário durante 2015, o que foi revertido ao final de 2016. Já a depreciação nominal da moeda frente ao dólar americano começou no segundo semestre de 2015 e ganhou mais força a partir de 2016. Ressalte-se, no entanto, que a moeda teve desempenho muito mais estável em termos multilaterais (chegando até mesmo a se apreciar recentemente) e parece ter sido defendida por enorme venda de reservas internacionais – que se reduziram US\$ 1,0 bilhão entre meados de 2014 e o final de 2016.

fato estilizado é que a capacidade de geração de caixa desses empreendimentos é menor, implicando não só crescimento do endividamento hoje, como potenciais problemas de adimplência no futuro.

Mais ainda, as condições financeiras excessivamente lenientes e as lacunas regulatórias favoreceram a gestação de bolhas de ativos, como claramente ocorrido no mercado acionário e (para muitos analistas) no mercado imobiliário, e a expansão de atividades de crédito em veículos não bancários mais arriscados. A combinação desses desequilíbrios com uma conta capital mais porosa (resultado de um longo e difícil processo de internacionalização do renminbi) levou a um aumento importante das saídas de capital durante o segundo semestre de 2015 e, aparentemente, novamente ao final de 2016. Por fim, o avanço da agenda reformista foi de fato bastante moderado, sendo notável somente na correção do excesso de oferta em alguns setores (com destaque para o siderúrgico).

Abriu-se, portanto, espaço para uma segunda fase da sintonia fina, já em curso e em direção oposta à implementada no último biênio (um “ajuste fino”). Na medida em que o crescimento de curto prazo parece razoavelmente garantido, o tom das políticas públicas chinesas em 2017 deve ser de contenção de alguns dos excessos identificados acima.

Os primeiros sinais de uma reversão já puderam ser observados em meados de 2016, principalmente na regulação de alguns instrumentos financeiros não bancários,⁴ mas o processo de ajuste só ganhou corpo no último trimestre do ano passado, com a proliferação de medidas restritivas.

Destacamos três grandes mudanças que começaram a ser implementadas a partir de outubro de 2016. Em termos fiscais, ocorreu moderada desaceleração do impulso governamental, ainda que de maneira geral as condições continuem bastante acomodáticas. Em princípio, parece ser muito mais um esforço para garantir que se cumpra a meta de déficit primário de 2016 (3,0% do PIB), o que consideramos desafiador. Para 2017, a política fiscal deve continuar sendo o principal vetor de estímulo, com aumento das parcerias público-privadas em projetos de infraestrutura, ampliação dos gastos paraestatais e continuação dos esforços para a construção de uma rede de seguridade social abrangente.⁵

No âmbito monetário, ocorreu uma mudança na forma de atuação do PBoC (*People's Bank of China*, o banco central chinês) a partir de outubro de 2016, permitindo moderada elevação das taxas interbancárias e maior volatilidade diária. Mesmo após essa alteração, as taxas de juros da economia mantiveram-se relativamente baixas para padrões históricos. Para 2017, a política

⁴ Entre abril e maio de 2016, houve aperto da regulação sobre a emissão de notas de aceite bancário e uma requisição, por parte do regulador, de que certos bancos comerciais evitassem a comercialização de *Wealth Management Products* (WMP's) mais arrojados. Mudanças na regulação destes últimos têm sido continuamente discutidas, e espera-se que medidas restritivas sejam implementadas em 2017.

⁵ Há grande chance de que uma meta de déficit primário ainda maior seja divulgada ao final do Congresso Nacional do Povo de março/17.

monetária chinesa deverá ser mais próxima da neutralidade,⁶ ou seja, são limitadas as perspectivas de novos movimentos (cortes ou elevações) nas taxas referenciais de juros ou nos depósitos compulsórios. Há de se ressaltar, no entanto, que o PBoC deve continuar tendo postura bastante ativa na gestão da liquidez da economia.

Por fim, no campo imobiliário houve um movimento das municipalidades, coordenado pelo Governo Central, para a imposição de limites à aquisição de novas residências, tendo por objetivo primordial conter a escalada de preços de terras ou de edificações observada durante 2016. Foram implementadas medidas restritivas tanto do lado da demanda como do lado da oferta,⁷ cujos efeitos já começaram a ser percebidos no prêmio de leilões de terras e nos próprios preços residenciais.

Definida a atual direção da sintonia fina, resta discutir a sua intensidade. Em uma primeira leitura, o espaço seria pequeno com uma expansão corrente (em 2016) de 6,7% e uma meta de crescimento de 6,5% a.a. até o fim da década. Há de se ressaltar, no entanto, que as comunicações (ainda extraoficiais) mais recentes sugerem que o Presidente Xi Jinping teria reconhecido que a meta de crescimento pode ser flexibilizada se a sua manutenção implicar na criação de mais desequilíbrios. O espaço, sob esta ótica, poderia ser maior.

Mesmo com essa aparente flexibilização da meta plurianual, consideramos que as políticas restritivas serão, ao final das contas, moderadas. Nosso argumento é basicamente de gestão de risco. No âmbito externo, a economia chinesa parece estar no limiar de um período turbulento, com o fortalecimento do dólar americano e a alta das taxas de juros em escala global, além de maiores tensões na relação bilateral com os Estados Unidos sob a presidência de Donald Trump. Nessa conjuntura, uma desaceleração mais pronunciada poderia ser interpretada como um sinal de fraqueza – o que claramente é uma mensagem que o Politburo não quer enviar.

Já no âmbito interno, a aceleração recente da inflação ao produtor (com repasses ainda limitados aos consumidores), a pressão por saídas de capitais e a melhora no momentum da economia sugerem uma postura mais cautelosa do governo, evitando movimentos muito bruscos no mix de políticas. Mais ainda, 2017 será um ano particularmente importante em termos políticos, com a definição da nova composição do Comitê Central que será responsável por governar o país nos próximos cinco anos – evento que ganha contornos mais dramáticos com a aparente cisão entre o Presidente Xi Jinping e o Premiê Li Keqiang.

Em conclusão, o ajuste não deve ir longe demais, evitando uma desaceleração muito pronunciada do crescimento. Nossos modelos sugerem expansão de 6,5% em 2017, com viés levemente positivo. Os desafios que a China enfrentará este ano ultrapassam a esfera econômica, tanto no âmbito externo como no âmbito interno. Acima de tudo, será um ano em que o Politburo

⁶ Como expressamente indicado pelo PBoC em seu mais recente Relatório de Inflação.

⁷ Na demanda, ocorreu desde aumento da tributação e do sinal de empréstimos imobiliários até a efetiva proibição da aquisição de novas moradias. Já do lado da oferta, as restrições foram focadas nos leilões de terras, tipicamente restringindo o preço máximo e/ou a quantidade oferecida a mercado.

procurará demonstrar força (para dentro e para fora do país), evitando oscilações excessivas. A agenda estrutural de reformas, que permitirá reorganizar o crescimento e adequá-lo a uma nova realidade de expansão potencial decrescente, deve ficar para depois.

Lívio Ribeiro

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

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 24 de janeiro de 2017. 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.