

## Sinais mais firmes de normalização da economia

Indicadores divulgados nas últimas semanas reforçaram a percepção de que a crise econômica começa a se dissipar, gerando perspectivas menos sombrias de curto prazo e autorizando um maior otimismo com o quadro macro. Isso não implica que as dificuldades tenham deixado de existir, nem muito menos que os desafios à frente tenham sido superados. Em especial, como veremos, a restrição fiscal é uma ameaça contínua e uma recuperação expressiva do emprego e da renda em 2017 não muito mais do que uma promessa. A normalização do quadro econômico será lenta e sujeita a turbulências.

A divulgação pelo IBGE da queda do PIB, de 3,6% no ano passado, e de 0,9% no último trimestre do ano, veio em linha com nossas projeções, mas nem por isso deixa de revelar a profundidade da recessão em que o Brasil embarcou desde 2014. De fato, -0,9% é também a taxa média de contração dos onze trimestres já transcorridos da recessão iniciada no segundo trimestre de 2014.

Não obstante, acumulam-se evidências de que a recessão pode estar caminhando para o seu término. O fato de o PIB ter caído todos os trimestres de 2016 gerou um elevado carregamento estatístico negativo para 2017: -1,1%. Isso indica que dificilmente teremos um desempenho brilhante do nível de atividade em 2017: nossa previsão é de um pequeno aumento, de 0,4%. O quadro é mais animador quando olhamos a evolução do PIB trimestral: este deverá crescer em ritmo acelerado, saindo de uma taxa prevista de +0,3% no primeiro trimestre até +0,6% no último, esta já projetando uma expansão de mais de 2% em 2018.

Parte do impulso no ano e, em especial, no primeiro trimestre virá da agropecuária, cujo desempenho será vigoroso em 2017. Mas cabe aqui uma pitada de cautela, pois ainda é cedo para avaliar os efeitos da operação Carne Fraca sobre o nível de atividade e de exportações do setor — ambos são vetores de crescimento este ano.

A indústria de transformação e a extrativa mineral, por sua vez, também vêm apresentando sinais de expansão, no primeiro caso a partir de níveis de produção muito deprimidos. Nada de muito notável, mas o suficiente para interromper uma longa fase de queda. De qualquer forma, ainda levará muito tempo até voltarmos aos picos de produção alcançados há quatro anos, quando, no quarto trimestre de 2013, o Valor Adicionado era 25% superior ao alcançado no quarto trimestre do ano passado.

Pelo lado da demanda, as esperanças recaem sobre os efeitos dinamizadores da redução do endividamento de empresas e famílias. No caso das famílias, auxiliado pela liberação dos recursos das contas inativas do FGTS. No das empresas, pela redução das taxas de juros e melhoria das condições de crédito. As indicações de aumento da confiança de empresas e consumidores adicionam algum otimismo a esse quadro.

Outra força positiva vem do aumento da renda real possibilitado pela queda da inflação, que acumulou 4,76% nos doze meses terminados em fevereiro e cairá ainda mais nos próximos meses. É importante destacar que essa desaceleração vem ocorrendo em vários grupos de produtos, a começar pela alimentação e serviços, grupos estes em que a desinflação deverá ter forte impacto na renda real das camadas mais pobres da população.

No setor externo, acumulam-se evidências de que o superávit da balança comercial em 2017 será menor do que no ano passado. Eventuais dificuldades nas exportações de carnes poderão acentuar essa queda. De qualquer forma, as previsões são de que o déficit em transações correntes, mesmo se maior que no do ano passado, não enfrentará dificuldades para ser financiado.

Mesmo no mercado de trabalho, em que a tendência é de aumento da taxa de desemprego a curto prazo, as indicações de retomada do emprego formal em fevereiro, depois de longa sequência de quedas mensais, sinalizam uma tímida recuperação este ano. A grande incógnita, como enfatizado em edições anteriores deste Boletim, é quanto ao comportamento futuro da População Economicamente Ativa e, portanto, da taxa de desemprego. De qualquer forma, as indicações são de que, mesmo melhorando, no sentido de haver alta no emprego e certa estabilidade na renda real, o comportamento do mercado de trabalho não será brilhante em 2017.

O lado sombrio desse quadro conjuntural, de outra forma mais alvissareiro, continua a ser, como nos últimos anos, o desempenho das contas públicas. Aqui, o rol de dificuldades de 2017 inclui itens como a lentíssima retomada da arrecadação em nível federal — fruto da recessão, mas também das desonerações concedidas no passado e ainda não revogadas —, a continuação do crescimento dos gastos com transferências e, não menos importante, inclusive pela dificuldade de equacionamento, o desastroso desempenho fiscal de diversos Estados.

Assim, se o quadro geral é de gradual normalização da economia, em termos do nível de atividade, da inflação, dos juros, das contas externas e, mais lentamente, do mercado de trabalho, os riscos que ameaçam este cenário não são poucos e estão concentrados no lado fiscal. Por isso, a reforma da Previdência, para o bem ou para o mal, pode ser um divisor de águas. Também o cenário externo, muito benigno no último ano e pouco, é outro fator de risco que merece ser monitorado.

Dito isso, um resumo dos principais destaques desta edição do Boletim Macro IBRE inclui:

1. Na seção dedicada ao desempenho do nível de atividade, destaca-se o crescimento no primeiro trimestre, por ser possivelmente a primeira taxa positiva em muito tempo e por estar bastante concentrado no comportamento do PIB agropecuário e das indústrias de transformação e extrativa mineral. Isso é ilustrado, na seção, com um exercício que exclui a atividade agropecuária do cálculo do PIB, comparando a variação na margem com a estimativa que a inclui: no primeiro caso, no dado com ajuste sazonal, as projeções para o PIB (ex-agropecuária, portanto) são de recuo de 0,3% no primeiro trimestre em relação ao quarto de 2016; no segundo, aumento de 0,3%. Logo, abre-se uma diferença de 0,6 pp devida unicamente ao excelente desempenho da agropecuária.

Pelo lado da demanda, o consumo permanecerá em terreno negativo no primeiro trimestre. Projeta-se queda de 0,2% ante o trimestre anterior e de 2,0% em relação ao mesmo trimestre do ano passado. A partir do segundo trimestre, no entanto, espera-se uma contribuição positiva dos recursos do FGTS liberados para saque, que deverão impactar favoravelmente as vendas do comércio varejista ao longo do ano. Nenhuma boa nova, porém, no que diz respeito ao investimento fixo. [\(Seção 1\)](#)

2. O mês de fevereiro registrou a segunda elevação consecutiva dos índices de confiança de empresas e consumidores. Isso confirma a retomada da tendência de alta que havia sido temporariamente revertida ao final do ano passado. O resultado sugere que as notícias favoráveis

do *front* econômico, como a queda da inflação e dos juros, e as medidas de estímulo, como a liberação do FGTS em contas inativas, estão ajudando a melhorar o humor dos agentes.

Mas o ritmo de avanço ainda é lento para uma economia em profunda recessão há quase três anos. A elevação desses indicadores é comumente associada à aceleração das taxas de crescimento econômico em bases interanuais, o que é compatível com os cenários do IBRE para este ano. Mas as sondagens continuam mostrando sinalizadores dúbios sobre a saída, ou não, da recessão. [\(Seção 2\)](#)

3. O mercado de trabalho apresenta sinais de retomada neste início de ano. O saldo de emprego formal medido pelo CAGED foi de criação líquida de 35,6 mil vagas em fevereiro, o primeiro resultado positivo em 22 meses. Muito dessa alta na geração de emprego formal foi devida ao efeito sazonal característico do início do ano. Quando realizado o ajuste sazonal, o saldo do CAGED é negativo: corte de 38 mil vagas.

Apesar do resultado negativo com ajuste sazonal, é um patamar nitidamente melhor do que o registrado em janeiro: negativo em 87,3 mil vagas. Já a PNAD Contínua mostrou forte piora da taxa de desemprego em janeiro: 12,6%, alta de 0,6 pp com relação a dezembro. Os resultados positivos de fevereiro confirmam a expectativa de leve retomada no mercado de trabalho este ano. A previsão dos nossos analistas é de lenta e gradual queda do desemprego ao longo de 2017 e 2018, que registrará patamares de 11,6% e 11,1%, respectivamente, nos últimos trimestres desses anos. [\(Seção 3\)](#)

4. No que diz respeito à inflação, a taxa do IPCA de fevereiro, de 0,33%, foi a menor para o segundo mês do ano desde 2000. Ela deixou a inflação acumulada em 12 meses a apenas 0,26 pp da meta de 4,5%, a distância mais curta desde janeiro de 2010. O IPCA de fevereiro ficou abaixo da maioria das previsões, indicando que a inflação vem caindo em ritmo que ainda surpreende. Essa rapidez se deve, principalmente, à forte desinflação do grupo alimentação no domicílio.

Mas também merecem destaque as contribuições dos serviços e da maioria dos bens de consumo. Os serviços registraram uma desaceleração de 1,93 pp nos 12 meses encerrados em fevereiro deste ano. Não há razão para que não continuem assim. Quanto aos bens de consumo, os não duráveis (ex-alimentação) intensificaram o ritmo de desaceleração, tendo sua taxa em 12 meses passado de 9,26% para 6,49% entre dezembro e fevereiro, uma expressiva redução de 2,77 pp.

Mas, não menos importante, o ritmo de redução da taxa inflacionária, que de agosto passado a fevereiro deste ano foi em média de 0,7 pp ao mês, vai diminuir futuramente. Ainda assim, se não houver surpresas por conta das variações climáticas, a inflação do IPCA terminará o ano em 4,1%. [\(Seção 4\)](#)

5. Em boa medida, esse comportamento resulta da política monetária. Ela está expressa na firmeza da atuação do Banco Central, especialmente demonstrada nos primeiros seis meses da nova administração. Porém, argumenta nosso analista, outros fatores também ajudaram. O primeiro foi a recessão, embora seja claro que ela sozinha não teria derrubado a inflação. O segundo tem a ver com os passos tomados no sentido do ajuste fiscal de longo prazo, com a aprovação da PEC do teto dos gastos e o encaminhamento da reforma da Previdência, que geraram percepção positiva nos agentes econômicos quanto ao futuro. O terceiro é o novo ambiente internacional, que permitiu mudança da percepção de risco, com queda dos prêmios de risco, especialmente no tocante aos países emergentes, beneficiando também o Brasil. Por fim,

claro, houve a evolução favorável do clima, que ajudou a derrubar os preços de alimentos, depois da forte alta acumulada até meados de 2016. [\(Seção 5\)](#)

6. No que toca à política fiscal, nossa analista destaca, inicialmente, uma deterioração tão intensa na arrecadação que, nos últimos anos, a queda na receita tem sido maior até do que a do PIB. Destaque-se que, em 2016, tivemos uma receita extraordinária de R\$ 46,8 bilhões, que permitiu ao governo reduzir o estoque de restos a pagar, sem comprometer o cumprimento da meta de déficit primário para o ano. Os primeiros sinais para 2017 são de moderado crescimento real da arrecadação das receitas federais. Porém, os números não são muito animadores.

Já pelo lado da despesa, apesar de ter ocorrido elevado e contínuo aumento de gastos com subsídios e subvenções, no geral a história não muda muito em relação ao passado recente. As despesas com transferências de renda respondem por mais de 50% dos gastos totais e boa parte delas é indexada ao salário mínimo ou segue regras próprias de reajustes. Como resultado, o déficit primário do setor público consolidado pode alcançar 2,7% do PIB este ano, mesmo com a PEC 95/16 sendo integralmente respeitada. Por isso, será necessária uma redução do gasto da ordem de 0,5% do PIB para acomodar o orçamento à meta de resultado primário. [\(Seção 6\)](#)

7. A análise do desempenho do setor externo destaca a piora de cerca de US\$ 10 bilhões no resultado do balanço de pagamentos deste ano, relativamente ao ano passado. A piora reflete os efeitos defasados de uma dinâmica menos favorável nos fundamentos do setor externo: progressiva diminuição do diferencial de crescimento entre o Brasil e o resto do mundo, apreciação da taxa de câmbio real efetiva e relativa estabilidade dos termos de troca.

A evolução esperada para o déficit em conta corrente deste ano e sua comparação com a história recente revela que, mesmo que o déficit aumente, não está em discussão um retorno às condições observadas no período imediatamente anterior a 2015, quando a magnitude do saldo negativo gerou preocupações quanto ao seu financiamento. Nesse sentido, como afirma nosso analista, "salvo um evento de cauda completamente inesperado, o financiamento do déficit externo continuará sendo uma "não questão" durante 2017". [\(Seção 7\)](#)

8. No Panorama Internacional, o texto destaca que o BC vinha fazendo uso da expressão "interregno benigno" em seus comunicados para se referir à situação vigente na economia e nos mercados financeiros internacionais. Mas evitou usá-la nas notas da última reunião do COPOM, presumivelmente porque transmite a ideia de um ambiente externo positivo, mas de vida curta, ao cabo da qual teríamos de enfrentar novas dificuldades. No entender do nosso analista, há sinais importantes de que essa fase poderá estender-se ainda por um bom tempo, razão pela qual o BC deveria aposentar a expressão em definitivo. No fundo, é bem possível que estejamos diante de uma espécie de "ciclo benigno", e não de algo de duração curta. As razões para tal são exploradas ao longo do instigante texto da seção. [\(Seção 8\)](#)

9. O Observatório Político desta edição especula sobre o que esperar da operação Lava-Jato recorrendo a uma reflexão macro-histórica sobre os processos de mudança na política brasileira. Nas palavras do autor, Prof. Octavio Amorim Neto, da EBAPE/FGV, "muito do que se deseja da Lava-Jato deve ser ponderado por uma avaliação realista do(s) sentido(s) da história política brasileira".

Ao final, o autor destaca que "o conflito político que está se desenrolando no Brasil desde 2014, ano do início da Lava Jato, tem-se dado entre os que querem uma ruptura radical e as forças da conciliação. Aqueles têm a seu favor o clamor pela justiça; estes, algumas consequências benéficas

já verificadas no passado. Quem vencerá? Não se sabe. Mas cada um deve ter em mente os vícios e as virtudes que o padrão de mudança que se deseja costuma – historicamente – acarretar.” [\(Seção 9\)](#)

10. A Seção Em Foco, por fim, é de autoria de Silvia Matos e Julio Mereb. Nela os autores revisam, detalham e analisam as projeções obtidas com o modelo macroeconômico do IBRE a partir da incorporação dos resultados dos indicadores econômicos divulgados no último mês. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

*Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos*

## 1. Atividade Econômica

### Retomada deve começar já no primeiro trimestre, mas PIB mais forte deve ficar para 2018

O PIB encerrou 2016 com variação de -0,9% TsT (-2,5% AsA) no quarto trimestre e crescimento de -3,6% na média do ano, conforme havia previsto o Monitor do PIB. Para o primeiro trimestre de 2017, os dados de atividade econômica continuam a confirmar as apostas de que o Brasil deverá sair do terreno negativo na variação trimestral. Até o momento, nossa projeção indica crescimento de 0,3% TsT (-1,4% AsA) para o primeiro trimestre de 2017 (Tabela 1). De fato, nossas prévias para os indicadores de atividade em fevereiro apontam números positivos de 0,8% MsM para a indústria e 1,1% MsM para o comércio varejista (no conceito restrito).<sup>1</sup> Para 2017, nosso cenário ainda contempla crescimento de 0,4%, embutindo retomada não desprezível do PIB diante do carregamento estatístico desfavorável que foi deixado para este ano, de -1,1%.

No primeiro trimestre, a composição do crescimento estará bastante concentrada no desempenho positivo do PIB agropecuário e das indústrias de transformação e extrativa. Isso é ilustrado com a variação na margem que se obtém com a exclusão da atividade agropecuária no PIB: com ajuste sazonal, nossas projeções para o PIB da indústria e dos serviços ainda implicam recuo de 0,3% TsT no primeiro trimestre (Gráfico 1).

Por essa razão, estimar corretamente o desempenho da atividade agropecuária será crucial nesse período. Segundo a nossa tradução dos dados da LSPA<sup>2</sup> de janeiro para as Contas Nacionais, a projeção de crescimento de 20,3% para a safra de 2017 é compatível com expansão de 6,8% TsT (8,0% AsA) no primeiro trimestre. Para a indústria, nossa expectativa também é de crescimento

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2017.I (AsA)	2017	2018
Consumo das Famílias	-2,0%	0,2%	1,6%
Consumo do Governo	-0,8%	0,5%	0,2%
Investimento	-5,5%	-0,9%	5,1%
Exportação	0,7%	3,5%	1,0%
Importação	-2,9%	2,1%	9,3%
<b>PIB</b>	<b>-1,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>2,3%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>8,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>4,5%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-0,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,7%</b>
Extrativa	6,5%	4,3%	2,1%
Transformação	0,9%	2,0%	2,0%
Construção Civil	-6,5%	-2,3%	4,1%
Eletricidade e Outros	1,5%	3,1%	2,6%
<b>Serviços</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>1,7%</b>
Comércio	-2,0%	0,5%	2,2%
Transporte	-7,3%	0,2%	2,2%
Serviços de informação	-2,3%	0,0%	1,6%
Intermediação financeira	-3,2%	-0,5%	3,6%
Outros serviços	-2,2%	-1,2%	1,0%
Aluguéis	-0,2%	0,3%	0,8%
Administração pública	-0,9%	0,1%	1,8%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>1</sup> Excepcionalmente nesta publicação, em função de ter sido adiada a liberação dos dados da PMC de janeiro, não pudemos publicar os resultados do Monitor do PIB – FGV para este mês.

<sup>2</sup> Levantamento Sistemático da Produção Agrícola – IBGE.

(1,2% TsT e -0,6% AsA), derivado principalmente, como mencionado, da atividade de transformação (2,3% TsT e 0,9% AsA) e extrativa (-0,3% TsT e 6,5% AsA), ao passo que a construção civil deverá continuar rodando em patamares deprimidos.

Pelo lado da demanda, esperamos que o consumo também permaneça em terreno negativo no primeiro trimestre (-0,2% TsT e -2,0% AsA). A partir do segundo, no entanto, contamos com uma contribuição positiva dos recursos do FGTS liberados para saque, que deverão impactar favoravelmente as vendas do comércio varejista ao longo do ano. O investimento, muito influenciado pelo setor da construção civil, deverá registrar desempenho ainda desfavorável em 2017, a despeito da melhora esperada para a absorção de máquinas e equipamentos.

Acreditamos, no entanto, que em 2018 as condições para um aquecimento mais difuso da atividade econômica estarão postas, em virtude dos impactos defasados do presente ciclo de alívio monetário e da redução da incerteza macroeconômica com a aprovação das reformas fiscais (Tabela 1). Destacamos nas projeções do próximo ano o crescimento do investimento (5,1%) e dos serviços (1,7%). A indústria, por sua vez, deverá alcançar crescimento de quase 3%. Em um cenário de maior otimismo, com redução mais drástica do risco-país e uma nova rodada de apreciação cambial, nossas projeções alcançam um crescimento de até 2,7% em 2018.

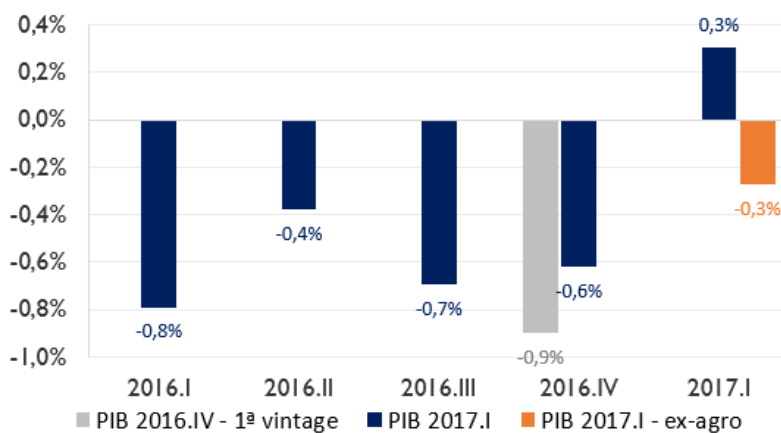
*Silvia Matos e Julio Mereb*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Fase de transição

Os índices de confiança de empresas e consumidores subiram pelo segundo mês consecutivo em fevereiro, confirmando a retomada da tendência de alta que havia sido temporariamente revertida ao final do ano passado. O resultado sugere que as notícias favoráveis do *front* econômico, como a queda da inflação e dos juros e as medidas de estímulo, como a liberação do FGTS de contas inativas, estão ajudando a melhorar o humor dos agentes.

Gráfico 1: Crescimento do PIB – TsT (com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

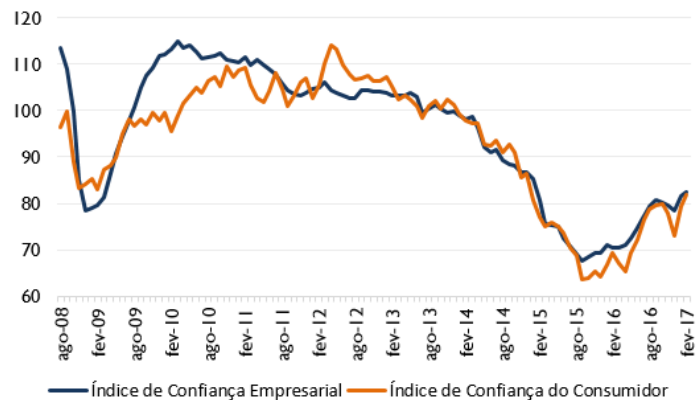
O ritmo de avanço é ainda lento para uma economia em recessão profunda há quase três anos. E como esses indicadores ainda estão em níveis historicamente baixos, o quadro atual pode ser definido como de transição (sujeita a riscos) entre fases de recessão e de expansão econômica. Considerando-se exclusivamente o cenário de mercado para variáveis macro nos próximos meses, a tendência de alta deve continuar. Mas os níveis ainda elevados de incerteza, originada principalmente do ambiente político, podem conter o otimismo e agir como um fator redutor do ritmo de recuperação de investimentos e do consumo.

O indicador que mede o ímpeto de investimentos pela indústria, da FGV, avançou pelo quinto trimestre consecutivo no primeiro trimestre de 2017, atingindo o nível de 100 pontos, uma neutralidade compatível com a fase de transição descrita acima. Com base nos dados da Sondagem de Investimentos, o aumento do ímpeto de investimentos parece relacionado à melhora das perspectivas para a demanda interna este ano, uma retomada que seria favorecida pela queda dos juros e do risco-país, entre outros fatores. No sentido oposto, a combinação de níveis elevados de ociosidade e de incerteza pode levar à postergação de gastos que não sejam considerados essenciais. Um outro fator de restrição são as perspectivas ainda fracas para o setor da Construção, que registra os níveis mais baixos de confiança entre os principais segmentos pesquisados.

A percepção das empresas industriais sobre o ambiente macroeconômico melhorou um pouco em 2017, mas — assim como ocorre com o ambiente político e com as condições de crédito — ainda exerce influência negativa sobre os investimentos.

O único fator que passou de uma avaliação média negativa em 2016 para uma avaliação positiva este ano foi a demanda interna. Um exercício com microdados da pesquisa mostra que as empresas que avaliam a demanda interna como um fator positivo neste ano apresentam uma probabilidade 21% superior de investir, quando comparadas às demais. Como mostra a Tabela 3, este resultado não é estático, uma vez que, em 2013, o fator que tendia a influenciar de forma relevante a decisão de investimentos eram as condições de crédito.

**Gráfico 2: Índice de Confiança Empresarial e do Consumidor**  
(Dados dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 2: Influência de Diferentes Fatores Sobre os Investimentos Produtivos (% de respostas)**

FATORES	2016		2017	
	Positiva	Negativa	Positiva	Negativa
Demanda Interna	23,2	53,7	52,3	23,2
Demanda Externa	31,6	12,6	39,9	8,9
Ambiente macroeconômico	10,9	71,0	28,0	49,8
Ambiente político	3,9	80,8	17,5	54,8
Condições de Crédito	7,7	53,4	19,2	53,4
Situação econômica Externa	16,3	39,4	16,3	34,8

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.



Quanto às perspectivas para o consumo, a Sondagem do Consumidor tem captado melhora discreta na percepção da situação financeira das famílias, o que pode estar relacionado à queda recente da inflação e dos juros. Os recursos de FGTS devem contribuir para quitação de dívidas, num primeiro momento, e em algum aumento para gastos a seguir, consistindo em uma ponte enquanto o mercado de trabalho não se recupera.

**Tabela 3: Probabilidade de Aumento dos Investimentos da Empresa em Relação às Demais Dado que a Empresa Avaliou o Respectivo Fator de Forma Positiva**

Fatores que afetam decisão de investimento	2017	2013
Situação Econômica Externa	15,3	14,3
Ambiente Macroeconômico	13,6	21,1
Ambiente Político	0,0	ND
Condições de Crédito	8,3	27,8
Demanda Externa	17,8	10,9
Taxa de Câmbio	13,2	9,0
Demanda Interna	21,1	10,0

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

A alta de indicadores de confiança costuma ser associada à aceleração das taxas de crescimento econômico em bases interanuais, o que parece compatível com os cenários do IBRE para o ano, de retorno ao crescimento interanual positivo a partir do segundo semestre. Já os sinalizadores que podem ser obtidos das sondagens com relação à saída de recessão continuam dúbios.

*Aloisio Campelo Jr., Rodolpho Tobler e Viviane Seda Bittencourt*

### 3. Mercado de Trabalho

#### Bons sinais para o mercado de trabalho

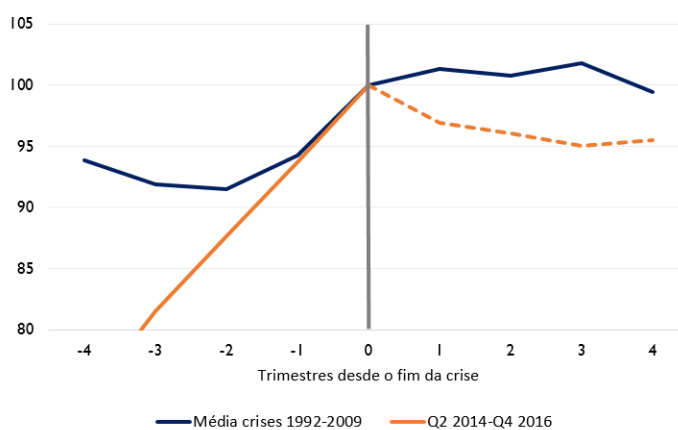
O mercado de trabalho apresenta sinais de retomada no início do ano de 2017. O saldo de emprego formal medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) apresentou criação líquida de 35,6 mil vagas em fevereiro, o primeiro resultado positivo em 22 meses. Muito dessa alta na geração de emprego formal em fevereiro se deveu ao efeito sazonal presente no início deste ano. Quando realizado o ajuste sazonal, o saldo do CAGED atinge corte de -38,3 mil vagas. Apesar desse resultado negativo com ajuste sazonal, é um patamar nitidamente melhor que o registrado em janeiro, de -87,3 mil. Os resultados positivos do mercado de trabalho em fevereiro contrastam com os dados negativos registrados no mês anterior. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) demonstrou forte piora em janeiro, indo a 12,6% (alta de 0,6 pp com relação a dezembro).

Apesar dos dados negativos em janeiro, os resultados positivos de fevereiro corroboram uma expectativa de leve retomada no mercado de trabalho a partir deste ano. Como ressaltado em edições anteriores deste Boletim, estimamos lenta e gradual queda do desemprego ao longo de 2017 e 2018, que registrará o patamar de 11,6% e 11,1%, respectivamente, nos últimos trimestres de 2017 e de 2018. Nesta edição do Boletim verificaremos como essa trajetória esperada de redução do desemprego se compara com a recuperação observada nas crises anteriores. Serão utilizados os dados disponíveis na série histórica retropolada da PNADC, desenvolvida pelo IBRE.

Os períodos das crises passadas são estabelecidos segundo critérios do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE).<sup>3</sup>

As comparações entre a crise atual e as anteriores podem ser observadas no Gráfico 3. São fornecidas duas trajetórias de desemprego (calculadas com ajuste sazonal) ao redor do trimestre de saída da crise. A primeira representa o comportamento do desemprego na crise atual, considerando uma janela de quatro trimestres no entorno do momento de saída do presente período recessivo. A evolução do desemprego nos quatro trimestres posteriores ao final da crise atual só pode ser determinada mediante projeções, visto que ainda não existem dados de desocupação para o período em questão. A segunda trajetória é a média do desemprego nas crises anteriores, ao redor do trimestre de saída dos respectivos períodos recessivos. Nota-se, no Gráfico 3, que projetamos queda mais acentuada do desemprego (padronizado em número índice igual a 100 para o trimestre de saída de crise) ao final desta crise, comparativamente a períodos recessivos anteriores. Muito dessa nova tendência esperada de redução do desemprego está ligada à desaceleração do crescimento da PEA que vem sendo observada nos últimos anos. Um crescimento esperado menor da PEA tende a permitir quedas mais acentuadas do desemprego em trimestres de retomada da atividade.

**Gráfico 3: Evolução da Taxa de Desemprego Dessazonalizada**  
(último trimestre da crise=100)



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

Além das mudanças na trajetória esperada para a desocupação, também podemos notar outras peculiaridades no comportamento do mercado de trabalho nesta crise, em comparação com as anteriores. Algumas dessas particularidades são o menor ritmo de queda da renda e o maior de crescimento de desemprego, como exposto na Tabela 4. Nessa tabela, é possível notar que a renda real registrou contração média trimestral de 0,11% na recessão atual, ante recuo do mesmo indicador de 0,47% na média das crises anteriores. Paralelamente, o desemprego cresceu em média 0,54 pp trimestralmente na crise atual, contra 0,21 pp na média das recessões anteriores. Essa mudança nas tendências da renda e do emprego se deve principalmente ao forte aumento da formalidade ocorrido na última década. A crescente formalização da economia fez aumentar a

<sup>3</sup> Ao todo, desde 1992, são 5 datações de ciclos recessivos passados (2ºtri/1995 a 3ºtri/1995, 1ºtri/1998 a 1ºtri/1999, 2ºtri/2001 a 4ºtri/2001, 1ºtri/2003 a 2ºtri/2003 e 4ºtri/2008 a 1ºtri/2009), além do ciclo atual. A datação do ciclo recessivo atual iniciou-se no 2º tri de 2014. Ainda não há um consenso para a datação do trimestre de saída do ciclo atual, e será considerado neste artigo o 4º tri de 2016 como último trimestre de crise.

inflexibilidade dos reajustes salariais, dada a maior exposição dos contratos de trabalho à legislação trabalhista.

**Tabela 4: Evolução da Renda Real e do Desemprego** (crise atual x crises anteriores)

	Período	Duração	Variação média trimestral na crise
<b>Painel A - Renda Real (em %)</b>			
Crises Anteriores	N.A.	3	-0,47
Crise Atual	Q2 2014 - Q4 2016	11	-0,11
<b>Painel B - Taxa de Desemprego (em pp)</b>			
Crises Anteriores	N.A.	3	0,21
Crise Atual	Q2 2014 - Q4 2016	11	0,54

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

Em resumo, são constatadas duas principais mudanças no comportamento do mercado de trabalho brasileiro ao comparar-se a crise atual às ocorridas no passado: i) menor pressão de ingresso de trabalhadores jovens na PEA, na recessão corrente, o que contribui para quedas mais significativas do desemprego em momentos de retomada econômica; ii) maior inflexibilidade nos salários gerada pelo crescimento da formalização na economia brasileira, produzindo durante a crise atual um ajuste no mercado de trabalho mais pelo lado do emprego do que pela renda. Uma recuperação lenta e gradual do mercado de trabalho é esperada para 2017 e 2018, em meio à retomada progressiva da atividade econômica, com início previsto para os primeiros trimestres deste ano.

*Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira*

## 4. Inflação

### Incrivelmente perto

Mesmo sem repetir o recorde histórico registrado em janeiro, a taxa do IPCA de fevereiro, de 0,33%, a menor para o segundo mês do ano desde 2000, deixou a inflação em 12 meses a apenas 0,26 pp da meta de 4,5%, a distância mais curta desde janeiro de 2010. A taxa calculada pelo IBGE para fevereiro ficou abaixo da maioria das previsões, indicando que a inflação vem caindo em ritmo que ainda surpreende.

Essa rapidez se deve, antes de tudo, à forte desaceleração do grupo alimentação no domicílio, cuja taxa em 12 meses recuou praticamente cinco pontos percentuais neste primeiro bimestre. O recuo é causado pela inversão radical de trajetória experimentada pelos preços dos produtos desse grupo: em janeiro de 2016, haviam registrado alta de 2,89%, a maior desde 2000; em fevereiro de 2017, o registro foi de queda de 0,75%, a maior do mesmo intervalo de tempo. Safras em recuperação depois dos inúmeros reveses climáticos de 2016 explicam a guinada.

Embora os alimentos respondam por quase dois terços da desaceleração inflacionária no bimestre, devem ser salientadas as contribuições trazidas pelos serviços e pela maioria dos bens

de consumo. No primeiro caso, a taxa de fevereiro foi de 0,84%, inferior à do mesmo mês de 2016, quando havia alcançado 1,05%. O confronto entre os dois percentuais pode sugerir uma desaceleração modesta, mas é preciso ressaltar que nesse mês ocorrem os reajustes das anuidades dos estabelecimentos de ensino básico e superior, conhecidos pela inércia, que barra alterações significativas. Mesmo assim, os cursos regulares foram reajustados em 6,99%, abaixo dos 7,43% de 2016. Nos 12 meses encerrados em fevereiro deste ano, os serviços registraram uma desaceleração de 1,93 pp. Não há razão para que não continuem assim.

Quanto aos bens de consumo, os não duráveis – exceto alimentação – intensificaram o ritmo de desaceleração, tendo sua taxa em 12 meses passado de 9,26% para 6,49% entre dezembro e fevereiro, uma redução de 2,77 pp. Para efeito de comparação, nos 12 meses até dezembro, este segmento havia recuado 1,61 pp. Entre os duráveis, a desaceleração mais do que dobrou a velocidade. De dezembro a fevereiro, a taxa em 12 meses baixou de 1,36% para 0,58%, uma diminuição de 0,78pp. Nos 12 meses até dezembro, o recuo foi de 1,91 pp.

A queda da inflação no primeiro bimestre contou ainda com o comportamento momentaneamente mais brando dos preços administrados. Depois de encerrarem 2016 com 5,5% de alta, o grupo teve sua taxa reduzida para 4,52% em janeiro, em grande medida pelo que parece ser apenas o adiamento do reajuste dos ônibus urbanos. Em janeiro de 2016, a tarifa média desse serviço administrado subiu 5,61%. Em janeiro deste ano o aumento não passou de 2,84%. Em fevereiro, porém, os preços administrados voltaram a mostrar aceleração, o que deve prevalecer ao longo do ano, sobretudo depois que ficou definida a cobrança dos valores devidos às transmissoras de energia elétrica por conta de investimentos realizados no passado, mas até agora não quitados.

O ritmo de redução da taxa inflacionária, que de agosto passado a fevereiro deste ano foi em média de 0,7 pp ao mês, vai rapidamente diminuir. Esta é uma consequência praticamente inevitável da aproximação da meta de 4,5%. Ainda assim, a taxa em 12 meses do IPCA irá sofrer reduções ao longo dos próximos dois trimestres, devendo tangenciar os 3,8% entre agosto e setembro. Isto ocorrerá por influência dos preços de alimentos, que na ocasião deverão estar acumulando variação de -2,5% em 12 meses. Daí até o fim do ano, a inflação de alimentos tornará a subir pelo efeito estatístico do descarte dos números excepcionalmente baixos computados em 2016. Todavia, se o clima não pregar nenhuma peça, depois de tantos sobressaltos nos anos anteriores, a inflação termina o ano em 4,1%.

*Salomão Quadros e André Braz*

## **5. Política Monetária**

### **Política monetária e a intensificação do ritmo**

O comportamento recente da inflação no Brasil tem sido muito bom. Nossa autoridade monetária tem estimulado analistas e participantes de mercado a trabalhar com taxas mensais dessazonalizadas de inflação. Tal prática há anos é adotada nos Estados Unidos, por exemplo, mas

ainda pouco (ou nada) usual entre nós. Em nossa avaliação do quadro inflacionário atual, recorreremos a esse expediente.

Consideramos três medidas distintas de inflação subjacente. A média dos três núcleos geralmente utilizados pelo Banco Central, a taxa de crescimento dos preços livres, desconsideradas as cotações dos alimentos, e a chamada inflação subjacente de serviços, conceito a que o BC passou a recorrer recentemente. Para evitar excesso de flutuação nas séries, trabalhamos com médias móveis trimestrais. Anualizando-se as taxas assim obtidas, os resultados encontrados revelam-se excelentes. A média dos núcleos mostra uma inflação na margem de 3,3% ao ano. Os livres (sem alimentos) crescem a um ritmo anual de 2,5%. E a inflação subjacente de serviços encontra-se em 3,2% ao ano.

Há quatro explicações para esse comportamento da inflação. A primeira é a recessão. Embora pareça claro que a recessão sozinha não teria derrubado a inflação – pelo contrário, o mais provável é que o quadro inflacionário teria se agravado, não fosse pela mudança na administração federal e no Banco Central –, é inegável que o elevado grau de capacidade ociosa da economia foi fundamental para a obtenção dos mencionados resultados.

A segunda tem a ver com os importantes passos tomados no sentido do ajuste fiscal de longo prazo, com a aprovação da PEC do teto dos gastos e o encaminhamento da reforma da Previdência. Os sinais embutidos em tais iniciativas trouxeram a esperança de interrupção da trajetória explosiva da dívida pública brasileira. Com isso, ajudaram a virar o jogo.

A terceira é o novo ambiente internacional. Pontos de inflexão observados no começo de 2016 nos mercados de *commodities*, de modo geral, e de petróleo, em particular, permitiram importantíssima mudança da percepção de risco, em especial no tocante aos países emergentes. Com a desabada dos prêmios de risco, as moedas desses países experimentaram expressivo fortalecimento. O Brasil foi dos que mais se beneficiaram de tais movimentos. O BC não precisou remar contra a maré. É muito mais fácil trazer a inflação para baixo diante de apreciação cambial do que em caso contrário.

A quarta explicação relaciona-se com a firmeza da atuação do Banco Central, especialmente demonstrada nos primeiros seis meses da nova administração. Deixando claro que a prioridade era produzir a queda da inflação e ancorar as expectativas de crescimento dos preços, a equipe do BC resgatou a credibilidade necessária para dar início ao processo de afrouxamento monetário.

Na condução desse processo, o BC tem sido cauteloso. Duas mensagens das autoridades monetárias parecem especialmente importantes. A primeira é a de que eventual intensificação do ritmo de queda da taxa Selic deverá ser vista como uma antecipação de movimento. Em outras palavras, o *budget* total não seria afetado. O objetivo é evitar desancoragem das projeções de inflação para 2018 e para os anos seguintes. A segunda é que componentes estruturais das taxas de juros impedirão quedas adicionais da Selic a partir de determinado ponto. Daí a importância de reformas.

De qualquer modo, tais restrições dificilmente impedirão o BC de acelerar o ritmo de queda da Selic para 100 pontos na reunião de abril. A queda da inflação é muito consistente e a resposta natural seria essa.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### O difícil dilema fiscal

A recessão enfrentada pelo país provocou uma deterioração muito intensa na arrecadação do governo. Tão intensa que, nos últimos anos, a queda tem sido maior até do que a do PIB, o que tem agravado a crise fiscal do país. Entretanto, 2016 contou com uma receita extraordinária de R\$ 46,8 bilhões, que permitiu ao governo reduzir o estoque de restos a pagar sem comprometer a meta de déficit primário para o ano.

Os primeiros sinais de 2017 são de moderado crescimento real da arrecadação das receitas federais, na comparação mês contra o mesmo mês do ano anterior. Porém, os números ainda não são muito animadores, pois partem de uma base muito enfraquecida. Na trajetória anualizada, apesar da aparência de se ter chegado ao fundo do poço e dele estar saindo, o resultado ainda é dramático, pela lentidão desta tendência.

Quando incorporamos outras receitas primárias ao resultado da arrecadação, e retiramos as transferências aos Estados e municípios, além dos eventos não recorrentes, chegamos às receitas primárias recorrentes do governo central. Até janeiro de 2017, a taxa de crescimento real acumulada em 12 meses atingia o pior resultado da série histórica iniciada em dezembro de 1998 – Gráfico 4.

Apesar da atual recessão provocar uma brutal piora nos resultados primários do governo, quando computamos somente o resultado primário recorrente, chegamos a números surpreendentes. O resultado primário recorrente do governo central é deficitário desde antes da datação da atual recessão – Gráfico 5. Ou seja, o processo de deterioração dos resultados fiscais iniciou-se na crise global de 2008/09, chegando ao terreno deficitário no final de 2013.

**Gráfico 4: Receitas Líquidas Recorrentes**

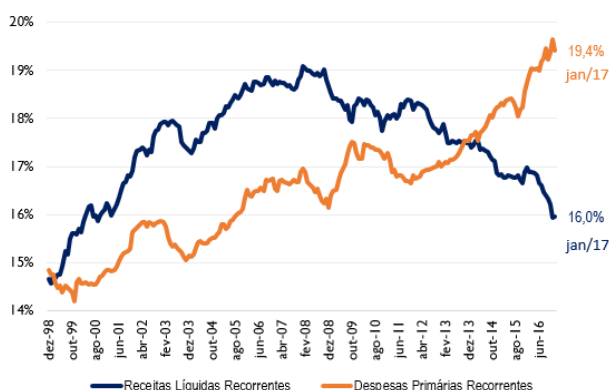
(Taxa de Crescimento Real – Médias Móveis de 12 meses)



Fontes: STN, RFB e BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 5: Evolução das Receitas e Despesas Recorrentes**

(Valores acumulado em 12 meses em % do PIB)

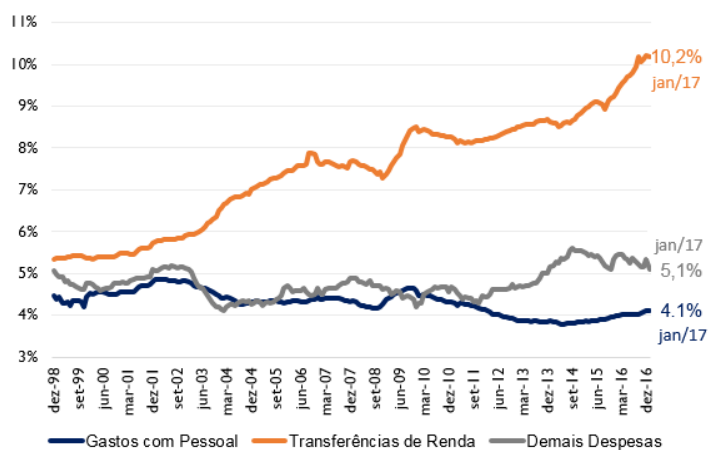


Fontes: STN, RFB e BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

Pelo lado das receitas, a deterioração pode ser explicada pelo enfraquecimento do PIB e pelas elevadas desonerações fiscais, tanto em número quanto em volume. Já pelo lado da despesa, apesar de ter ocorrido elevado e contínuo aumento de gastos com subsídios e subvenções, no geral a história não muda muito em relação ao passado recente. As despesas com transferências de renda respondem por mais de 50% dos gastos totais e boa parte delas é indexada ao salário mínimo ou segue regras próprias de reajustes – Gráfico 6. A quantidade de beneficiários dessas transferências de renda também vem crescendo bastante nos últimos anos.

**Gráfico 6: Composição das Despesas Recorrentes**

(Valores acumulado em 12 meses em % do PIB)



Fontes: STN, RFB e BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

As evidências, pela ótica do resultado recorrente, mostram que o ajuste fiscal é mais complexo que os realizados em episódios anteriores; e irá exigir esforço adicional. Mesmo com a PEC 95/16 (Novo Regime Fiscal), o déficit primário do setor público consolidado pode alcançar algo como 2,7% do PIB este ano, sendo necessário que se faça uma redução do gasto da ordem de 0,5% do PIB para acomodar o orçamento à meta de resultado primário.

*Vilma da Conceição Pinto*

## 7. Setor Externo

### Novos preços, cenário antigo?

Em nossa última atualização da projeção para a conta corrente (publicada no Boletim de dezembro de 2016), esperávamos déficit de US\$ 35 bilhões (1,7% do PIB) em 2017. Seria uma piora de pouco mais de US\$ 10 bilhões no resultado do balanço de pagamentos em relação a 2016, refletindo os efeitos desafiados de uma dinâmica menos favorável nos fundamentos do setor externo – a saber, progressiva diminuição do diferencial de crescimento, apreciação da taxa de câmbio real efetiva e relativa estabilidade dos termos de troca.

Em termos de composição, esperávamos naquele momento um resultado comercial superavitário da ordem de US\$ 30 bilhões para este ano (reco de US\$ 15 bilhões ante 2016, devido basicamente ao desempenho mais fraco das exportações) e relativa estabilidade nos déficits em viagens internacionais, fretes e remessas de lucros ao exterior.

Em linhas gerais, dois dos fundamentos da conta corrente continuaram funcionando de acordo com nossas expectativas de então. O cenário atual para o diferencial de crescimento computa

recuperação moderada do comércio mundial<sup>4</sup> e expansão lenta e gradual da absorção doméstica brasileira, consistente com a aceleração do crescimento para 0,4% em 2017.<sup>5</sup> Uma expansão mais lenta do diferencial de crescimento constitui pressão negativa sobre a conta corrente, com diminuição do saldo comercial e aumento do déficit em rubricas como “remessas de lucros e dividendos” e “viagens internacionais”.

Já em termos da taxa de câmbio, nossas projeções mais recentes mostram uma trajetória de câmbio nominal levemente mais apreciada. Há que se ressaltar que existe enorme incerteza tanto na dinâmica doméstica (que pode ser resumida no sucesso, ou não, das reformas institucionais propostas pelo governo, o que afetaria de forma direta a percepção de risco-país) como na dinâmica externa (Trump, crescimento chinês, reinflação e mudança de direção na política monetária global), de forma que essas expectativas têm oscilado consideravelmente. De toda forma, é inegável que o cenário prospectivo evoluiu de forma favorável nos últimos meses.

Com o dólar relativamente mais fraco no mundo, estabilização dos juros internacionais, recuperação dos preços de *commodities* e redução do risco-país, agora esperamos que a taxa de câmbio atinja R\$ 3,20/US\$ no fim deste ano. Em termos da trajetória anterior, a taxa de câmbio nominal estaria em torno de 10% mais apreciada do que supúnhamos. Em termos reais, no entanto, a diminuição da inflação brasileira e o processo de reinflação em curso no mundo ajudariam a minimizar o fortalecimento efetivo de nossa moeda – vetor que induziria um aumento do déficit em conta corrente.

O fator em que de fato se observou uma mudança mais relevante foram os termos de troca. Na nossa última atualização, já tínhamos apontado para um crescimento mais do que proporcional dos preços de exportação, destacando o comportamento de *commodities* como petróleo cru e minério de ferro. Esperávamos, no entanto, que o forte crescimento observado entre outubro e novembro daria lugar a um ritmo bem mais moderado nos meses seguintes.

As informações mais recentes mostraram que estávamos excessivamente pessimistas. Não só o desempenho da virada de 2016 para 2017 foi mais positivo, como as curvas futuras de preços passaram a sugerir aceleração mais consistente. Reconhecemos que existem riscos óbvios nesse processo, originados não só nas incertezas globais como de questões específicas em algumas *commodities* – destacando a sustentação dos preços de minério devido à China e dos preços de petróleo devido às políticas da OPEP. De toda forma, parece claro que o cenário prospectivo para os termos de troca é agora mais positivo do que o que tínhamos anteriormente.

Cabe ressaltar, por fim, que a valorização dos termos de troca tem impacto na conta corrente por dois canais. Por um lado, ocorre um aumento das receitas financeiras advindas do comércio exterior, supondo quantidades estáveis – ou seja, recebemos mais saldo comercial para uma mesma quantidade de bens transacionados. Por outro lado, na condição de exportadores líquidos,

---

<sup>4</sup> 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 continuamos utilizando como cenário central valores mais pessimistas para o crescimento do comércio em 2017 (em torno de 2,0%).

<sup>5</sup> Este resultado já inclui eventuais efeitos positivos da liberação do FGTS sobre o consumo.



o aumento dos termos de troca induz um enriquecimento relativo de nossa economia e aumenta a capacidade de importação de bens e serviços. Se, no curto prazo, o primeiro efeito domina, no médio prazo está longe de ser claro que o efeito líquido é positivo.

Em resumo, o novo comportamento esperado para os fundamentos do setor externo brasileiro até o final de 2017 pode ser observado no Gráfico 7. Em linhas gerais, se considerarmos as médias de ano, temos uma taxa de câmbio real efetiva um pouco mais apreciada, crescimento mais forte dos termos de troca e menor expansão do diferencial de crescimento.

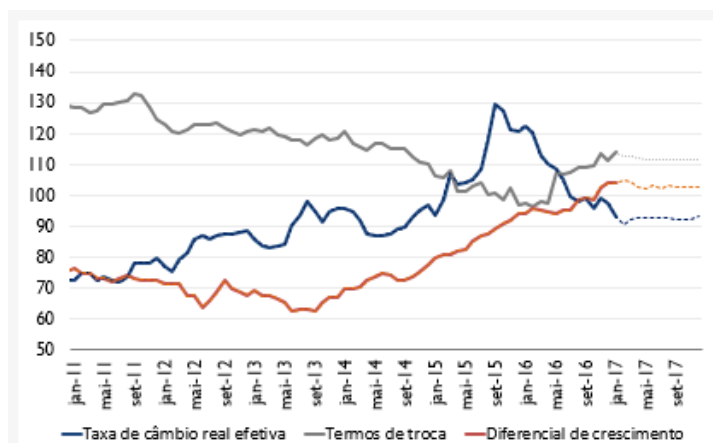
Como sempre, lembramos que os fundamentos operam com diferentes defasagens na dinâmica da conta corrente. O choque favorável nos

termos de troca possui efeito positivo quase instantâneo (para determinadas quantidades contratadas), mas tende a operar de forma menos clara no futuro. Dessa forma, reforçamos a visão já levantada algumas vezes de que ultrapassamos o ponto de inflexão da conta corrente.

Os déficits acumulados em 12 meses já parecem ter entrado em trajetória ascendente, o que seria absolutamente natural e desejável num cenário de recuperação da absorção doméstica, enriquecimento relativo de nossa economia e apreciação da taxa de câmbio real. Juntando todos os vetores que operam sobre o setor externo e suas defasagens, continuamos esperando um déficit em conta corrente da ordem de US\$ 35 bilhões (1,7% do PIB) este ano – o avanço dos termos de troca simplesmente não modifica nosso cenário para a conta corrente, ainda que tenha efeitos sobre sua composição.

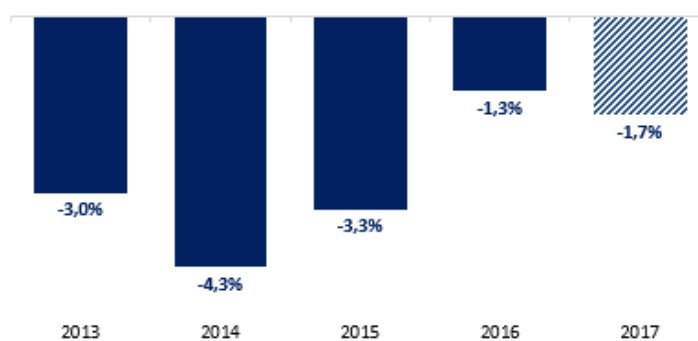
Refletindo o efeito contemporâneo dos preços de exportação mais positivos (mais receita para uma mesma quantidade exportada), revisamos nossa projeção de balança comercial anual para US\$ 41 bilhões – ainda que seja um resultado menor do que o observado em 2016 (US\$ 45 bilhões), engloba expansão tanto das exportações (US\$ 192 bilhões vs. US\$ 185 bilhões) como das importações (US\$ 151 bilhões vs. US\$ 139 bilhões).

**Gráfico 7: Fundamentos do Setor Externo Brasileiro (2006=100)**



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

**Gráfico 8: Conta Corrente (% PIB)**



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

Em paralelo, esperamos aumento dos déficits nas rubricas de serviços e rendas, devido à aceleração da economia e à apreciação cambial, destacando fretes (US\$ 5,5 bilhões), viagens internacionais (US\$ 10,3 bilhões) e remessas de lucros e dividendos (US\$ 23 bilhões).

A evolução esperada para o déficit em conta corrente deste ano e sua comparação com a história recente (sempre em proporção do PIB) podem ser observadas no Gráfico 8. Ainda que o déficit aumente, não estamos discutindo a volta aos níveis observados no período imediatamente anterior a 2015. Nesse sentido, salvo um evento de cauda completamente inesperado, o financiamento de nosso déficit externo continuará sendo uma “não questão” durante 2017.

*Livio Ribeiro*

## 8. Panorama Internacional

### “Interregno benigno”, ou “ciclo benigno”?

A respeito da situação vigente na economia e nos mercados financeiros internacionais, o Banco Central do Brasil tem feito uso da expressão “interregno benigno”. Por certo, a ideia é procurar retratar um quadro externo que de algum modo beneficia o Brasil.

O problema com essa expressão, que começa a ser deixada de lado, pois pela primeira vez não apareceu nas notas da última reunião do Copom, é que ela passa a sensação de um ambiente externo positivo, mas de vida curta, ao cabo da qual teríamos de enfrentar renovadas dificuldades.

A nosso ver, há sinais importantes de que essa fase poderá estender-se ainda por um bom tempo, razão pela qual o BC deveria aposentar a expressão em definitivo. No fundo, é bem possível que estejamos diante de uma espécie de “ciclo benigno”, e não algo de duração particularmente curta.

Que motivos existem para pensarmos dessa maneira? Em primeiro lugar, a despeito de um quadro um pouco mais acelerado que o previsto de ajustes para cima da taxa dos *fed funds*, parece provável que, no decorrer do corrente ano e durante pelo menos boa parte do próximo, as mudanças no juro básico da economia norte-americana representarão uma aproximação por baixo do atual patamar do juro real neutro, estimado em algo próximo de zero. Sendo assim, até onde a vista alcança, a política monetária permanecerá acomodática.

Ainda no tocante a esse assunto, é preciso considerar também que as medidas de estímulo adotadas no passado envolveram não apenas a redução drástica do juro básico, mas também expressivo volume de compra de ativos financeiros. E que, a julgar pelos sinais emitidos pelo Comitê Federal de Mercado Aberto (Fomc), parece bem pouco provável que algo de concreto seja feito no sentido de iniciar a curto prazo a retirada da acomodação monetária implícita no elevado tamanho do balanço do Fed. A razão para nada fazer a esse respeito tem a ver com a preferência manifestada pelos membros do Fomc de não manipular os dois instrumentos ao mesmo tempo, preferência esta que se justifica pelo fato de iniciativas relacionadas com o tamanho do balanço da autoridade monetária constituírem ações não tradicionais, de efeitos difíceis de serem previstos e compreendidos pelo mercado. Por conseguinte, é bem provável que a reversão do famoso *quantitative easing* será empurrada para mais adiante, permanecendo em vigor, ainda por um bom tempo, os estímulos decorrentes do referido programa.

O segundo motivo para sermos otimistas tem a ver com a constatação de que, no passado, reações adversas de mercado decorrentes de sinais de diminuição do grau de acomodação monetária tiveram por base o fato de que a recuperação econômica dos Estados Unidos mostrava-se um fenômeno isolado. Se apenas a economia americana apresenta bom desempenho, especialmente na comparação com outros desenvolvidos, é natural que os fluxos de capitais procurem os mercados dos EUA, majoritariamente, favorecendo o dólar. E dólar mais forte costuma acarretar queda dos preços de *commodities* e aumento da aversão a risco.

Desta vez, porém, parece haver um expressivo grau de sincronismo no comportamento das diversas economias, desaparecendo, pelo menos em parte, as razões para fortalecimento significativo do dólar. Além disso, desde o início de 2016, os preços das *commodities* (inclusive o petróleo) estão em alta, trazendo boas perspectivas para os países emergentes e menor grau de aversão a risco.

*José Júlio Senna*

## 9. Observatório Político

### A Lava Jato sob a Luz da História

O que esperar da operação Lava-Jato? Essa é uma questão normativa e empírica. Ambos aspectos devem ser abordados. A dimensão jurídica da operação não será aqui tratada porque, além de se encontrar fora do âmbito de conhecimento do autor destas linhas, não é relevante para o exercício analítico que se fará a seguir.

Do ponto de vista normativo, o que se deve esperar da Lava Jato? Há a resposta óbvia: que se cumpra a lei, que aqueles que cometeram atos ilícitos sejam punidos como mandam os códigos legais e que, ao fim e ao cabo, as instituições republicanas se fortaleçam e passe a haver possantes desincentivos à corrupção no país. Mas esse desiderato é muito genérico. É preciso ir mais a fundo na reflexão sobre o que se deve esperar da operação.

E aqui entra o papel de uma reflexão macro-histórica sobre os processos de mudança na política brasileira desde 1822. Na verdade, muito do que se deseja da Lava-Jato deve ser ponderado por uma avaliação realista do(s) sentido(s) da história política brasileira. Vamos à avaliação.

O primeiro fato fundamental a ser registrado é a ausência de mudanças genuinamente revolucionárias em nossa história. O Brasil jamais experimentou qualquer processo semelhante às grandes revoluções do mundo moderno e, para nos cingirmos à *nuestra América Latina*, nunca tivemos nada semelhante à Revolução Mexicana de 1910.

Entretanto, dois padrões de mudança política podem ser distinguidos: a mudança conciliatória e a ruptura. A primeira está associada a alterações incrementais e moderadas na estrutura do Estado e na composição da classe política e a transições de regime mais estáveis, pacíficas e conservadoras. O segundo padrão acarreta mudanças mais profundas naqueles dois aspectos, ao custo, porém, de transições mais instáveis e violentas.

Consideremos a independência nacional em 1822. Não tivemos uma autêntica guerra de independência como tiveram nossos vizinhos hispânicos. A independência brasileira, ainda que tenha assistido a algumas escaramuças militares, foi fruto muito mais de duras negociações com Portugal e a Grã-Bretanha do que de um verdadeiro levante nacional contra o jugo colonial lusitano. Na metade do século XIX, o experimento político que viria a estabilizar o regime imperial foi precisamente chamado de “Gabinete de Conciliação” (1853-1856), chefiado pelo Marquês do Paraná.

O fim da monarquia e a implantação da república, todavia, foram uma ruptura, fruto de um golpe de Estado que engendrou uma década de tempestades políticas e econômicas. Ao final, a classe política imperial foi desalojada do poder. A Revolução de 1930 foi outra ruptura que levaria a grandes transformações, mas ao preço de uma guerra civil (a chamada Revolução Constitucionalista de 1932) e do fim das liberdades políticas a partir do estabelecimento do Estado Novo em 1937.

Em 1945, o Estado Novo caiu pelas artes de um golpe militar sem sangue, que resultou na nossa primeira experiência democrática, o regime da Carta de 1946, sob o qual os *insiders* da Era Vargas – os interventores estaduais, o sindicalismo e as Forças Armadas – continuaram a ser integrantes fundamentais da classe política. Aqui encontra-se um padrão híbrido de mudança, pois mudou o regime, mas a classe política pouco se alteraria.

O regime militar iniciado em 1964 foi outra ruptura radical, uma vez que significou o rompimento do modo tradicional de intervenção “meramente” saneadora das Forças Armadas na política nacional. A classe política civil que se organizara na segunda metade da década de 1940 em torno de PSD, UDN e PTB foi alijada do centro do poder nacional. Mais uma vez, uma década de violência seguiu-se à fundação da nova ordem política.

Contudo, a transição do regime militar para a democracia instaurada em 1985 foi feita de forma “lenta, gradual e segura”. Aqui a conciliação prevaleceu, sendo uma das principais bandeiras da candidatura presidencial vitoriosa de Tancredo Neves em 1984. Sob a primeira administração da Nova República, liderada por José Sarney, as Forças Armadas mantiveram ampla autonomia e várias prerrogativas. E desde então, aqueles que haviam sido os sócios civis dos militares – organizados sob diversas siglas como ARENA, PSD, PFL e PP – têm tido um lugar não desprezível nas coalizões governativas. Essa transição pacífica e conciliatória está na raiz do mais longo regime democrático que jamais teve o país (completou 32 anos no dia 15 de março do ano corrente).

Em suma, a conciliação e a ruptura radical são padrões de mudança característicos da política brasileira. A história nacional, no famoso dizer de Oliveira Vianna, pode ser tanto um “museu de elites” como um cemitério destas. O primeiro padrão está associado a mais estabilidade e menos violência do que o segundo, porém, ao preço de maior conservantismo.

É contra esse pano de fundo histórico que se desdobra a Lava-Jato (considera-se aqui o mensalão como prefácio desta). Essa operação, a mais abrangente investigação de corrupção jamais vista no

país e que já levou à cadeia membros das elites política e empresarial – algo sem precedente no Brasil – é uma promessa de ruptura. Se todos os grandes partidos – isto é, PMDB, PT e PSDB – se virem duramente alvejados e forem decisivamente derrotados na eleição presidencial e nos pleitos parlamentares de 2018, e se houver uma renovação de mais de 3/4 do Congresso, estaremos diante de um novo cemitério. Será o fim da classe política que assumiu o poder em 1985.

Amplios setores da opinião pública querem a ruptura que promete a Lava-Jato. A todos esses, a primeira coisa a ser lembrada são as consequências com as quais tal resultado costuma vir acompanhado. Se acontecer, poderá ser o alvorecer de um novo regime e de um novo modo de fazer política. Esse é o desejo. A realidade poderá ser consideravelmente diferente. A morte da atual classe política e do sistema partidário por ela organizado poderá ser a antessala de uma década de grande instabilidade, a qual receberá muita ajuda de Trump, Brexit *et cetera*.

As forças da conciliação e da mudança incremental não estão paradas. A proposta de diferenciar o crime de caixa dois do crime de enriquecimento ilícito é um esforço de moderar, em nome da salvação da atual classe política, os potenciais efeitos devastadores da Lava-Jato. A depender de como for encaminhada, essa proposta tem tudo para ser sumariamente rejeitada pela opinião pública. Em benefício daquelas forças, pode-se dizer que o Brasil, apesar de todas suas mazelas, progrediu – e de modo relativamente pacífico – nos últimos trinta anos.

Em suma, o conflito político que está se desenrolando no Brasil desde 2014, ano do início da Lava Jato, tem-se dado entre os que querem uma ruptura radical e as forças da conciliação. Aqueles têm a seu favor o clamor pela justiça; essas, algumas consequências benéficas já verificadas no passado.

Quem vencerá? Não se sabe. Mas cada um deve ter em mente os vícios e as virtudes que o padrão de mudança que se deseja costuma – historicamente – acarretar.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

## **10. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico para 2017**

**O cenário é mais benigno, mas a retomada consistente do crescimento econômico dependerá da consolidação das reformas fiscais**

### *Economia Internacional*

O cenário global ainda continua favorável para os países emergentes. Em primeiro lugar, os indicadores de atividade econômica nas economias desenvolvidas e emergentes têm apresentado melhora significativa. O indicador PMI global do setor manufatureiro atingiu 52,9 em fevereiro, o maior nível desde 2011.

Em segundo lugar, a economia chinesa tem revelado sinais de retomada desde meados do ano passado. Com isso, os preços da grande maioria das *commodities* elevaram-se nos últimos meses. Conseqüentemente, os índices de preços ao produtor têm avançado rapidamente nos diversos países desenvolvidos e na China. Por enquanto, o repasse para o consumidor tem acontecido de forma muito limitada, mas o risco é que a melhora da demanda nesses países possa gerar aceleração de preços no futuro. E, novamente, as atenções se voltam para a política monetária nos países desenvolvidos. O Federal Reserve está apertando a política monetária gradualmente e o Banco Central Europeu também pode começar a remover o estímulo monetário ainda este ano.

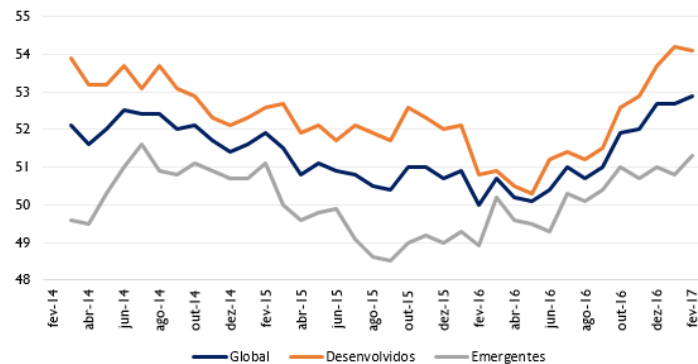
De qualquer forma, os desafios mundiais permanecem. Mas, neste momento, o cenário externo apresenta uma janela de oportunidade para o Brasil tentar resolver os seus imensos desafios. Será que vamos conseguir?

#### Cenário Doméstico

Há diversos sinais favoráveis para a economia brasileira neste início de ano. Em primeiro lugar, há indicações de que o Brasil está saindo da recessão. Após contração de 3,6% em 2016, esperamos crescimento de 0,4% em 2017, o que contempla taxas de crescimento trimestrais positivas ao longo de todo o ano (Gráfico 10). Como mencionado na Seção de Atividade, a expectativa é de um crescimento de 0,3% já no primeiro trimestre deste ano, em relação ao último tri do ano passado. Para os outros trimestres, esperamos ligeira aceleração ao longo de 2017.

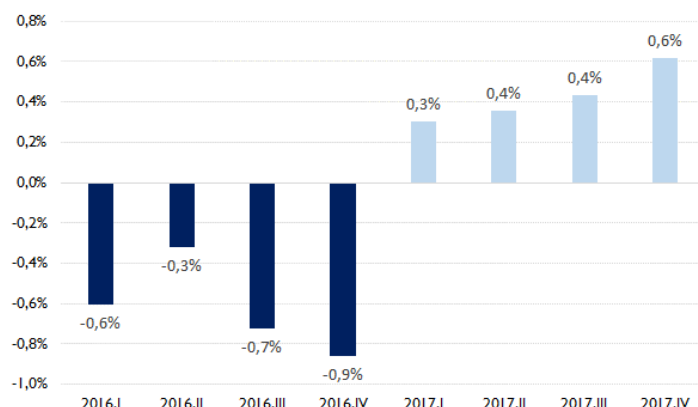
As previsões do IBRE sempre indicaram taxas trimestrais positivas apenas no início de 2017, ou seja, a recessão brasileira deve durar pelo menos 11 trimestres, uma das mais longas de nossa história, de acordo com o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE).

**Gráfico 9: PMI Manufatura: Global, Países Desenvolvidos e Emergentes**



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 10: PIB Com Ajuste Sazonal**  
(trimestre contra trimestre anterior)



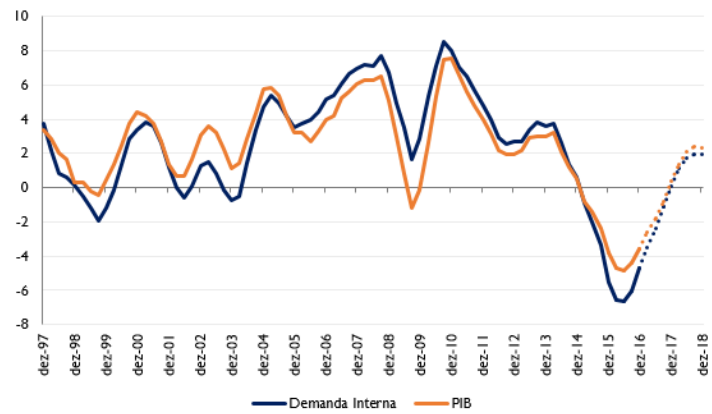
Desde 1980 o Brasil passou por três recessões longas (entre nove e 11 trimestres de duração), com contração do PIB entre 8% e 9%. Na atual recessão, a perda de PIB será da ordem de 9,0%, segundo estimativas do IBRE.

A demanda doméstica desacelerou-se expressivamente em 2015 e 2016, com contração de 5,5% e 4,7%, respectivamente; ou seja, bem acima do recuo do PIB de 3,8% e 3,6%, respectivamente, naqueles dois anos. Esse processo deve perder fôlego ao longo de 2017 e esperamos um crescimento de 0,1% da demanda doméstica em 2017, ante 0,4% para o PIB (ver Gráfico 11). Nossos modelos indicam aumento gradual da demanda interna, com destaque para o baixo crescimento do consumo das famílias e do investimento este ano. Para 2018, a expectativa é de crescimento mais expressivo da demanda doméstica, de 1,9%, ante 2,3% do PIB.

Adicionalmente, a previsão para 2017 é de que o setor externo contribua muito pouco para o crescimento do PIB. Após a adição de 1,5 pontos percentuais (pp) em 2016, esse valor deve ser de apenas de 0,2 pp em 2017 (ver Gráfico 12). A contribuição externa poderia ser mais elevada, mas o cenário internacional, a composição da pauta brasileira e os nossos acordos comerciais limitam a expansão das exportações. Além disso, não esperamos nova rodada de depreciação cambial em 2017, que poderia contribuir para maior crescimento das exportações, bem como para atenuação nas importações.<sup>6</sup> Para 2018, a recuperação da economia brasileira e o aumento da demanda doméstica levarão a um aumento expressivo das importações, de 9,3%, ante 2,1% este ano.

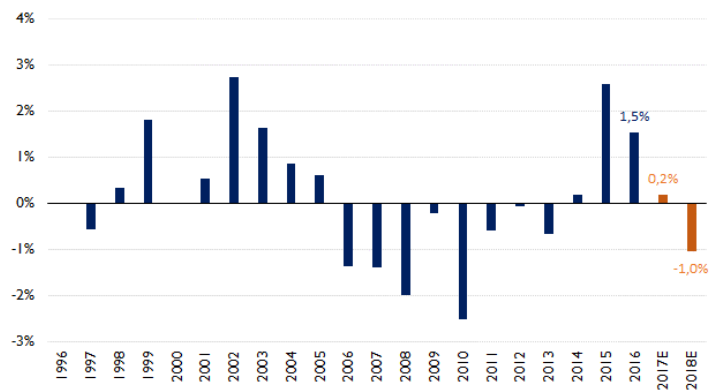
Em segundo lugar, fomos surpreendidos por um desinflação generalizada. Em dezembro de 2016, havia muitas dúvidas sobre a possibilidade de a inflação em 2017 ano atingir 4,5%. É claro que

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



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

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



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

<sup>6</sup> Estimamos que a taxa de câmbio de final de período seja de R\$ 3,2 e de R\$ 3,25 em 2017 e 2018, respectivamente.

ocorreu expressiva desinflação da alimentação no domicílio, muito acima da esperada. Hoje a previsão é de uma inflação de apenas 2,7% para este grupo em 2017, ante 9,4% em 2016 (ver Tabela 5).

Porém, o processo de desinflação surpreendeu também em outros componentes do IPCA mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, com destaque para a inflação de serviços. Entre 2011 e meados de 2015, apesar de o crescimento econômico ter desacelerado, a inflação de serviços permaneceu pressionada, em torno de 8% - 9% ao ano. Mesmo em 2015, a inflação deste grupo fechou o ano em 8,1%.

Nesse contexto, o Banco Central sinalizou que a redução da taxa de juros dependeria da desinflação de serviços. Apenas no último trimestre do ano passado é que a inflação de serviços cedeu consideravelmente, tendo fechado o ano em 6,5% (ver Gráfico 13). Para 2017, a expectativa é que esse processo continue, com o indicador fechando o ano em 4,6%, um dos menores valores da série histórica.

A dinâmica da inflação de serviços está relacionada às condições do mercado de trabalho e à inércia inflacionária — ou seja, a inflação passada determina diversos reajustes de preços, entre eles o salário mínimo. Consequentemente, os efeitos de uma inflação mais elevada tendem a se propagar pelos anos seguintes. Tudo indica que, nos últimos anos, a inércia inflacionária aumentou, o que representou uma redução da ancoragem das expectativas inflacionárias.

Ao mesmo tempo, nossos modelos indicam que esse processo se reverteu e o Banco Central conseguiu novamente ancorar as expectativas, o que permite uma queda duradoura da taxa de juros.

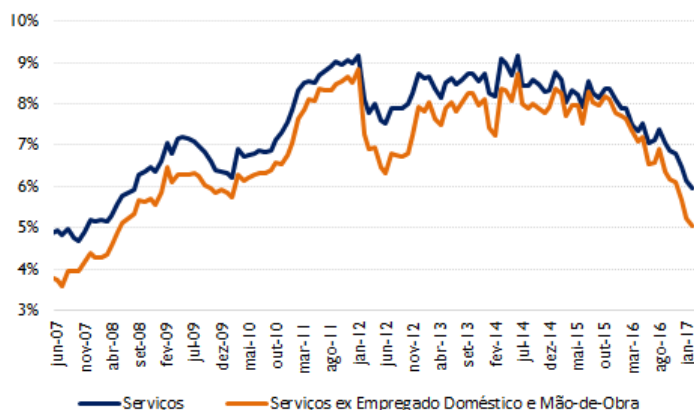
Para 2018, a inflação também deve ficar abaixo da meta de 4,5%. Nossa expectativa é de que o IPCA feche o próximo ano em 4,3%. Por outro lado, os principais fatores de risco para o cenário de

**Tabela 5: Inflação Agregada e Principais Grupos (%)**

	2016	2017
Alimentação no domicílio	9,4%	2,7%
Serviços	6,5%	4,6%
Preços administrados	5,5%	5,8%
Demais bens de consumo	4,8%	3,6%
IPCA	6,3%	4,1%

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

**Gráfico 13: Inflação de Serviços** (valores acumulados em 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.



inflação estão relacionados à dinâmica da taxa de câmbio e dos preços administrados. Com relação ao primeiro ponto, o cenário externo para países emergentes pode mudar, o que poderia pressionar a taxa de câmbio. Adicionalmente, o cenário político também pode dificultar o ritmo de aprovação de reformas, o que levaria a nova rodada de aumento do risco país e de desvalorização da taxa de câmbio.

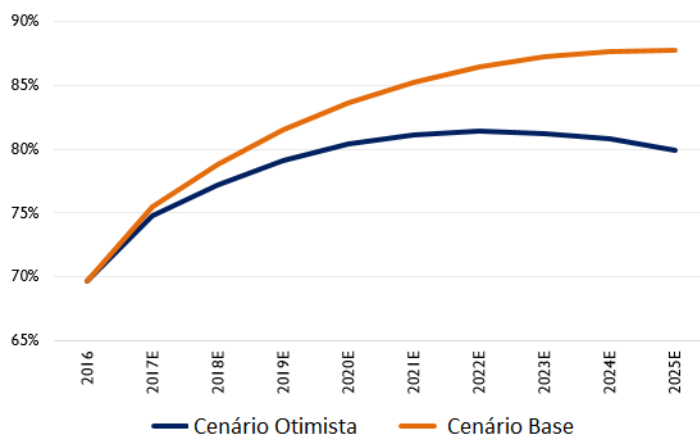
Outro ponto a ser mencionado é que nossas projeções contemplam que os preços administrados devem seguir um processo inflacionário similar ao dos preços livres. Entre os fatores que preocupam está a necessidade de aumento de impostos, não apenas em âmbito federal, mas, também, nos entes subnacionais.

De fato, o maior risco atual para a economia brasileira é a crise fiscal. No curto prazo, as notícias ainda são ruins, mas do ponto de vista de consolidação das contas públicas é mais relevante que a política fiscal volte ao terreno positivo no médio prazo. Para atingir esse objetivo, é necessário o cumprimento do teto dos gastos público. Nesse sentido, a reforma da Previdência é crucial para que essa regra seja de fato cumprida. Em 2016, as despesas com Previdência atingiram 13% do PIB, de acordo com cálculos do Secretário de Acompanhamento Econômico Mansueto Almeida. Esse valor representa gastos com o INSS de 8,1%, gastos com a Previdência dos funcionários da União de 1,8%, e dos Estados e Municípios de 2,5% e 0,7% do PIB, respectivamente. Pelas regras atuais, esse total aumentará continuamente, devido ao envelhecimento da população e às regras muito generosas de concessão de benefícios.

De qualquer forma, aceitando-se que a PEC dos gastos seja cumprida ao longo dos próximos anos, supondo que a elasticidade das receitas primárias em relação ao PIB seja unitária e que o PIB cresça perto do seu potencial a partir de 2019 (1,6% ao ano), é possível esperar que haja superávit primário apenas a partir de 2023. Nesse contexto, e levando em conta dois cenários possíveis para o juro real de equilíbrio (5,0% e 4,0%<sup>7</sup>), a dívida bruta do governo geral seguiria crescendo por longo período, estabilizando-se apenas em 2024, se a

taxa de juros real for de 5,0%; e em 2021, quando considerado juro real de 4,0% (Gráfico 14). No primeiro cenário a dívida se estabilizaria em patamar ainda muito elevado: 88% do PIB. Num contexto mais favorável, com juros reais mais baixos, a dívida se estabilizaria em torno de 81% e

**Gráfico 14: Cenário para a Dívida Bruta do Governo Geral**  
(% do PIB)



Fontes: MF/STN, FGV-IBRE. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>7</sup> No cenário mais otimista de juro real de equilíbrio de 4,0%, a taxa de crescimento prevista seria de 2,0% ao ano.

gradualmente poderia recuar para níveis abaixo de 80%. De qualquer forma, os exercícios apenas ilustram o tamanho do desafio fiscal, cuja superação ainda não está totalmente assegurada.

Como as incertezas fiscais e políticas se reduziram desde o ano passado, a confiança das empresas e dos consumidores se recuperou de maneira consistente. Isto possibilitou a retomada gradual da economia, com sinais mais claros neste início de ano. A inflação cedeu consideravelmente, o que permitirá forte ciclo de queda da taxa de juros. E, se tudo der certo, no próximo ano será possível crescer acima de 2%, com inflação ancorada e taxa de juros de um dígito. Contudo, esse cenário depende da aprovação da reforma da Previdência. Só assim a solvência do setor público será de fato restaurada no médio e longo prazo. Esse é o desafio da atual administração – o de mais difícil superação para um governo, provavelmente, desde a redemocratização do país.

*Silvia Matos e Julio Mereb*

**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

Mauricio Canêdo Pinheiro

Paulo Lins

Regis Bonelli

Samuel Pessoa

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 Pessoa, 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 22 de março 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.