

## Mais um agosto difícil

O mês de agosto é sempre encarado com muito respeito pela classe política, pelo menos desde o suicídio de Getúlio Vargas. Este ano não poderia ser diferente: o princípio de agosto marcou a retomada dos trabalhos no Congresso Nacional, que começou com a decisão da Câmara sobre autorizar ou não o STF a julgar o Presidente da República pelas acusações que lhe foram imputadas pelo Procurador-Geral, decisão que poderia outra vez ter afastado um Chefe do Executivo Nacional de suas funções.

Não é este o espaço para examinar as imbricações jurídicas e políticas desse processo. Importa aqui registrar que em agosto se galgou mais um degrau na incerteza potencialmente explosiva de um quadro que combina desarranjos crescentes das contas públicas com a inapetência política por aprovar reformas que permitam vislumbrar um equacionamento para essa situação. O Congresso voltou do recesso com menos apetite para votar a reforma da previdência e o governo, se não jogou a toalha, também não demonstra mais a ambição que o caracterizou no primeiro semestre.

Assim, do ponto de vista da economia, os reflexos que vêm da área política não são bons. A revisão da meta de déficit primário para R\$ 159 bilhões neste ano adicionou preocupação, ao evidenciar, entre outras coisas, inegáveis divergências entre as equipes econômica e política do governo. As consequências ainda são incertas — afora o fato de que o crescimento da dívida bruta teve sua trajetória piorada, obviamente. Com isso, e dada a meta de 2018, o retorno aos superávits primários ficou para o começo da próxima década. Mas mesmo aqui existem divergências entre os analistas, havendo quem projete que despesas e receitas primárias só vão se cruzar outra vez ainda mais adiante.

Restam as especulações. Será que as metas fiscais vão ser de fato cumpridas, ou haverá outras revisões? Terá o governo disciplina para reduzir o déficit, em termos reais, em um ano eleitoral? Quando o teto dos gastos da EC 95 vai se tornar uma restrição? O que acontecerá então? E, talvez mais importante, que quadro fiscal o próximo governo vai herdar? O que ele poderá fazer, e como o tema será tratado, se é que vai ser, na campanha eleitoral do próximo ano?

Se as notícias na área fiscal não foram boas, agosto trouxe, pelo menos, algum alento quanto ao nível de atividade. Assim, os últimos indicadores de atividade econômica sugerem estar em curso o começo de uma retomada que, embora ainda incipiente, parece mais robusta do que tudo o que havíamos assistido nos últimos meses. Não foi apenas o IBC-Br que veio acima do previsto, com alta de 0,3% TsT no segundo trimestre: tanto as pesquisas mensais da indústria quanto as do comércio varejista e as dos serviços mostraram que a economia se move para a frente, se preparando para sair do atoleiro. Lentamente, mas se move.

A inflação baixa, que teria aumentado o poder aquisitivo dos rendimentos do trabalho, a liberação das contas inativas do FGTS e a relativa tranquilidade dos preços de ativos parecem estar contribuindo para a tão aguardada expansão do consumo. Adicione-se a isso o fato de que os consumidores têm diminuído seu endividamento, o que os habilita a contrair novas despesas a prazo. A leve recuperação da venda de duráveis aponta nessa direção. E, ainda, deve-se considerar que os bons resultados da agropecuária têm reflexos sobre a renda no campo que também estimulam o consumo.

Nossa previsão para o crescimento do segundo trimestre, em particular, só é negativa (-0,2% TsT) por causa da agropecuária. Excetuando-se a influência dessa atividade, a taxa de variação trimestral é de 0,1% TsT.

A confirmação de que a economia brasileira está se recuperando é uma ótima notícia. Conforme a retomada avance, o quadro econômico e político, assim como o foco dos analistas, vai mudar. Com o tempo ela deve trazer não apenas uma queda do desemprego, como a muito aguardada recuperação das receitas tributárias, aliviando o quadro de penúria fiscal. Nossas estimativas mostram, em particular, que a redução do hiato do produto deve contribuir de forma relevante para o ajuste das contas públicas. Mas não será suficiente. Muito mais será necessário em termos de mudanças estruturais, a começar pela pouco popular, mas muito crucial reforma da previdência. O risco é que, com a retomada econômica, o sentido de urgência com as contas públicas, que já não é grande, fique ainda menor. Quem sabe, nos condenando a experimentar outros agostos mais negros.

Isso posto, um resumo das demais seções desta edição do Boletim inclui:

1. O crescimento do segundo trimestre ainda foi negativamente influenciado pela evolução particularmente desfavorável da construção civil e também de algumas atividades dos serviços — apesar da melhora da Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS) na ponta —, o que, combinado com uma contribuição negativa na margem da agropecuária, deverá levar o PIB a registrar nova retração na variação trimestral. Para o terceiro trimestre, nossa expectativa é de que a atividade econômica prossiga melhorando tímida e lentamente: o PIB no trimestre deve registrar, segundo nossas projeções atuais, alta de 0,1% TsT, acompanhando o ritmo de melhora muito gradual do setor de serviços. Na segunda metade deste ano, contudo, a atividade econômica já deverá caminhar para o terreno positivo na comparação das taxas interanuais. A projeção de crescimento para o ano fechado de 2017 subiu para 0,3%, ante a anterior de 0,2%. [\(Seção 1\)](#)

2. Parte da queda observada em junho na confiança de empresas foi recuperada em julho. Entre os consumidores, houve acomodação neste último mês. Os resultados sugerem que a recuperação cíclica da economia, ainda que lenta, pode ter colaborado para neutralizar o desconforto provocado pelo aumento da incerteza. Mas os níveis de confiança permanecem historicamente baixos, sendo comparáveis aos da recessão anterior, de 2008-2009. Mesmo com juros em queda, inflação baixa e liberação de recursos do FGTS, os consumidores continuam cautelosos em relação a novas compras. A boa notícia é que, enquanto o consumidor segue aguardando uma recuperação mais expressiva do mercado de trabalho, as perspectivas de contratação pelas empresas melhoraram. O resultado das sondagens mostra que a economia continua se recuperando, embora os solavancos do ambiente político contribuam para dar ainda mais morosidade a um processo que já se mostrava lento. [\(Seção 2\)](#)

3. Os dados mais recentes trouxeram novas surpresas positivas sobre o desempenho do mercado de trabalho. O saldo de emprego formal medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) mostrou uma geração líquida de 35,9 mil vagas em julho, número muito acima do esperado por vários analistas. A queda relativamente súbita da taxa de desemprego em junho, segundo medição da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), também surpreendeu positivamente. O mercado esperava que essa repetisse o patamar de maio, de 13,3%, mas houve forte diminuição, que levou o desemprego para 13,0%. A melhora substancial do mercado de trabalho não parece proveniente de algum comportamento característico do mês de junho, visto que o número dessazonalizado também mostra queda

substancial do desemprego. Mais precisamente, a taxa de desocupação dessazonalizada caiu de 13,1%, em maio, para 12,9%, em junho. [\(Seção 3\)](#)

4. A seção de análise da inflação mostra que os preços dos alimentos têm sido a âncora da inflação em 2017. Dessa forma, a taxa do IPCA em 12 meses registrou em julho sua décima primeira desaceleração consecutiva, chegando a 2,71%. Apesar disso, o Monitor da Inflação da FGV nos antecipa que esse ciclo pode ser interrompido ainda em agosto, pois o índice oficial poderá encerrar o mês com alta de 0,45%, número próximo do apurado em agosto de 2016 (0,44%), o que manteria estável a taxa em 12 meses. A partir de setembro, porém, a taxa em 12 meses irá se acelerar: nos últimos quatro meses do ano passado o IPCA acumulou alta de apenas 0,82%, o que pode ser facilmente superado em 2017, graças ao aumento do PIS/COFINS incidente nos preços dos combustíveis. Esse acréscimo também provocará altas no preço do transporte rodoviário, cujas pressões inflacionárias se farão sentir nos preços dos alimentos e do ônibus urbano. Com isso, a inflação deverá fechar 2017 em torno de 3,6%. [\(Seção 4\)](#)

5. Com o provocante título “Quando setembro vier”, nossa seção de política monetária examina o quadro que supostamente prevalecerá em 6 de setembro, quando o Copom anunciará a nova Selic a partir do contexto daquele ponto do tempo. A análise é conduzida pela comparação com situações prevalecentes por ocasião de recentes decisões. Em particular, ao tratar da sinalização para julho, o BC preferiu ser cauteloso. Surpreendentemente, porém, os movimentos de mercado observados entre as reuniões de maio e julho mostraram-se favoráveis: o risco país cedeu mais de 20 pontos, o real se fortaleceu, o juro real dos papéis mais longos (2050) caiu e a projeção do BC de inflação para 2018 recuou de 4,4% para 4,2%. A crise política não afetou o ambiente macroeconômico na forma como muitos imaginaram. E o BC, contrariando a sinalização que antes lhe parecera adequada, manteve o ritmo de queda de 100 pontos: quem surpreendeu foi o próprio BC. Da conclusão desta seção destaca-se que “... na ausência de reação expressiva das cotações de mercado e de eventual piora das projeções de inflação, em 6 de setembro poderemos realmente ter nova queda da Selic de 100 pontos.” [\(Seção 5\)](#)

6. A seção de política fiscal dedica-se, como não poderia deixar de ser, à recente revisão da meta de déficit primário. Nossa analista relembra que essa vem sendo uma prática recorrente no Brasil nos últimos anos, sendo que nesse caso alterou-se também a meta para o próximo ano. As revisões, por sua vez, resultam tanto de surpresas negativas quanto às receitas quanto de projeções aparentemente otimistas em relação às de mercado. A informação apresentada no texto revela, por exemplo, que a primeira grande mudança de resultado primário veio acompanhada de forte revisão de previsão de PIB e de queda de R\$ 16 bilhões da expectativa de receitas extras. [\(Seção 6\)](#)

7. Na seção dedicada ao setor externo reafirma-se a favorável trajetória que vêm sendo experimentada pelas transações com o exterior: por exemplo, a conta corrente do balanço de pagamentos registrou superávit de US\$ 750 milhões até junho. Até esse mês, o ganho de reservas internacionais foi de US\$ 8,8 bilhões (superávit do balanço de pagamentos), enquanto para o mesmo período de 2016 a conta havia ficado em US\$ 2 bilhões. Fica claro que a vulnerabilidade externa não faz parte do rol dos problemas da economia brasileira hoje. A visão da autora é de que não haverá surpresas associadas ao comportamento do presidente Trump e o cenário mundial está em recuperação e estável. Uma situação de fuga de capital do Brasil exigiria um grau de caos político que não está no horizonte, pelo menos para 2017. Assim, a projeção para 2017 é de um déficit em transações correntes (TC) ao redor de US\$ 10 bilhões. O saldo da balança

comercial deverá atingir o maior valor na sua série histórica, em torno de US\$ 65 bilhões. [\(Seção 7\)](#)

8. Nosso analista convidado desta edição do Boletim é Manoel Pires, que tece considerações sobre o debate em torno da mudança da meta fiscal. Destacam-se das suas conclusões as dúvidas com relação ao cumprimento do teto de gastos, que para ele tem tudo para não ser crível. O próximo ano será o primeiro em que o teto se tornará uma restrição ativa. Se o governo não conseguir aprovar alguma medida de redução estrutural do gasto, o orçamento ficará próximo da inviabilidade. A dúvida, portanto, não parece estar na necessidade de mudança, mas sim na viabilidade da alternativa que hoje está posta. Diante das circunstâncias, o autor defende que tudo leva a crer que teremos, a partir de 2019, que repactuar os princípios que estão estabelecidos para o ajuste fiscal, adotando uma meta de política fiscal mais crível e equilibrando a composição do ajuste entre receitas e despesas. [\(Seção 8\)](#)

9. Na seção dedicada à economia internacional, nosso analista avalia, uma vez mais, a surpresa desinflacionária que a economia dos EUA vem experimentando. Esse é um fenômeno difícil de entender, pois não se pode atribuí-lo a choques de oferta. Além disso, a taxa de desemprego encontra-se em nível muito baixo, em 4,3%, perto das mínimas históricas. A ata da reunião do FED deixa antever, segundo nosso analista, que o BC americano “(...) não tem a menor ideia dos motivos da inflação estar tão contida, e, nos últimos seis meses, em queda, apesar do aperto do mercado de trabalho”. Das conclusões destaca-se que: “Tudo somado, os membros do FOMC têm difícil decisão pela frente. Se houver nova subida da taxa dos *federal funds* sem que a inflação retome um caminho de subida, penso que será fruto da preocupação do FED com possível formação de bolhas no mercado de ativos.” [\(Seção 9\)](#)

10. A seção Em Foco, finalmente, é de autoria de José Roberto Affonso e Vilma Pinto. Nela, os autores fazem considerações acerca das características desejáveis de uma reforma tributária no Brasil, adicionando exemplos da experiência internacional. [\(Seção 10\)](#)

Boa Leitura!

*Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos*



## 1. Atividade Econômica

### Sinais de estabilização da economia são claros, mas PIB ainda deve registrar mais uma retração no segundo trimestre

Em junho, os indicadores de atividade econômica apresentaram, tal como em maio, um desempenho favorável, de maneira que tanto as pesquisas mensais da indústria como do varejo e dos serviços surpreenderam positivamente os analistas nos últimos dois meses. O Monitor do PIB-IBRE/FGV de junho, refletindo esse melhor desempenho da atividade econômica, registrou alta de 2,6% MsM (-1,2% AsA). O comportamento benigno das pesquisas mensais de atividade econômica também acabou afetando favoravelmente nossa projeção de crescimento para o PIB no segundo trimestre, que agora encontra-se em -0,2% TsT (-0,3% AsA). De qualquer modo, contamos com desempenhos ainda desfavoráveis da construção civil e, em parte, dos serviços, os quais, combinados com uma contribuição menos positiva da agropecuária (Tabela 1), deverão levar o PIB a registrar nova retração na variação trimestral (TsT). De fato, nossa projeção para o PIB ex-agropecuária é compatível com alta de 0,1% TsT, a mesma taxa registrada no primeiro trimestre (Gráfico 1). Em face dos novos números de atividade, subimos a projeção de crescimento de 2017 para 0,3%.

Com efeito, a Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS) surpreendeu os analistas, encerrando o segundo trimestre com variação de 0,3% TsT e -3,5% AsA, embora com contribuições negativas de setores relevantes para o PIB, como outros serviços e serviços de informação. O IBC-Br, por sua vez, também é consistente com a nossa projeção para o PIB no segundo trimestre, tendo em vista que o índice do Banco Central recuou 0,2% AsA ante 0,0% AsA no primeiro trimestre, indicando praticamente estabilidade da taxa de crescimento interanual do primeiro para o segundo trimestre. Pelo lado da demanda, destaca-se negativamente o desempenho do investimento, que deve apresentar, também na taxa de variação interanual, uma desaceleração em relação ao primeiro trimestre, em linha com os dados de consumo aparente de bens de capital. Parte desse comportamento se deve a um efeito base desfavorável deixado pelo desempenho positivo desse grupo no segundo trimestre do ano passado.

**Tabela 1: PIB: Projeções**

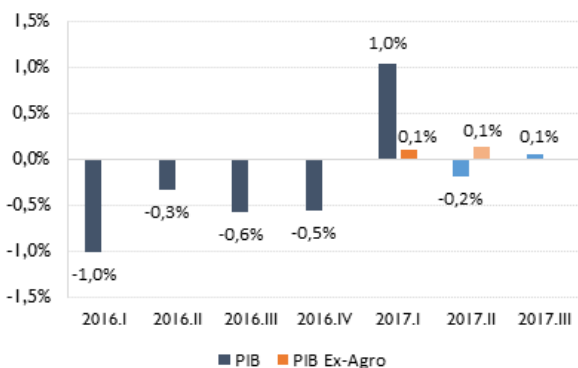
Atividades	2017.II (TsT)	2017.II (AsA)
Consumo das Famílias	1,0%	0,3%
Consumo do Governo	0,6%	-0,3%
Investimento	-0,4%	-6,0%
Exportação	0,4%	2,4%
Importação	-2,6%	-1,7%
<b>PIB</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,3%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-4,6%</b>	<b>8,7%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,6%</b>
Extrativa	-1,1%	4,1%
Transformação	0,5%	-0,5%
Construção Civil	-1,7%	-6,7%
Eletricidade e Outros	-0,9%	0,8%
<b>Serviços</b>	<b>0,2%</b>	<b>-0,8%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

Para o terceiro trimestre, nossa expectativa é de que a atividade econômica prossiga em ritmo de recuperação tímida e lenta, já que o PIB no trimestre deve registrar alta de 0,1% Tst (Gráfico 1), acompanhando o ritmo de melhora muito gradual do setor de serviços. E, de fato, os indicadores coincidentes de julho divulgados até o momento não sugerem um terceiro trimestre muito animador: nossa prévia para o IBC-Br – compatível com prévias para a PIM e a PMC de 0,5% e -2,4% MsM, respectivamente – aponta um recuo de 0,1% MsM. De qualquer maneira, mesmo com sinais ainda hesitantes de recuperação, o processo de estabilização da economia brasileira é cada vez mais evidente.

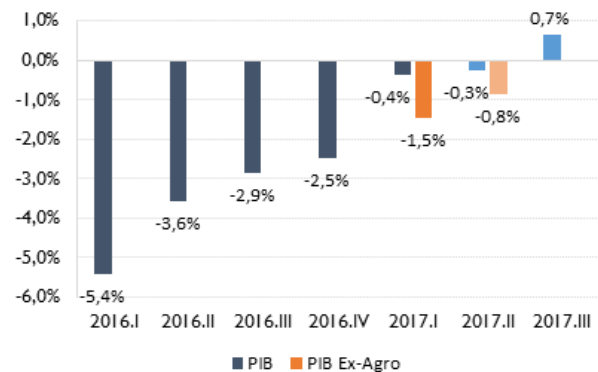
Portanto, embora o cenário de recuperação lenta e gradual da economia continue a valer e os sinais de estabilização da atividade econômica sejam cada vez mais claros, o ritmo de melhora não deverá ser suficiente para evitar nova contração do PIB no segundo trimestre. Na segunda metade deste ano, contudo, a atividade econômica já deverá caminhar para o terreno positivo na comparação das taxas interanuais (Gráfico 2). Por ora, nossa projeção de crescimento para 2017 subiu ligeiramente para 0,3%, mas ainda aguardamos os dados efetivos de PIB relativos ao segundo trimestre.

**Gráfico 1: PIB com Ajuste Sazonal (Tst)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

**Gráfico 2: PIB sem Ajuste Sazonal (AsA)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

*Silvia Matos e Julio Mereb*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Ruído foi passageiro mas atrapalhou

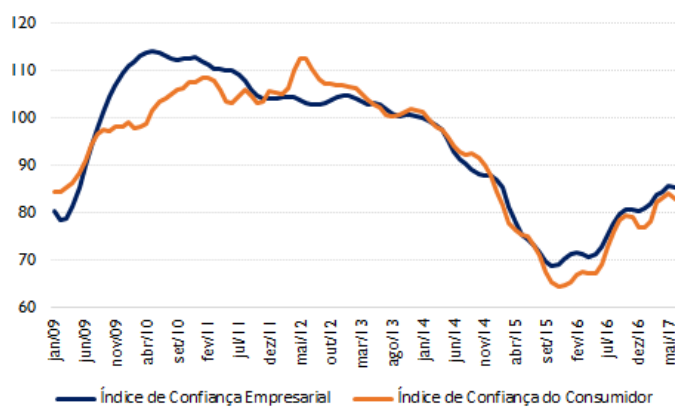
Passado o período mais delicado da crise política deflagrada em 17 de maio, o impacto sobre os índices de confiança parece ter sido modesto. Entre as empresas, parte da queda de junho foi recuperada em julho. Entre os consumidores, houve acomodação neste último mês. Os resultados sugerem que a recuperação cíclica da economia, ainda que lenta, pode ter colaborado para neutralizar o desconforto provocado pelo aumento da incerteza.

Quanto à tendência daqui para a frente, os resultados das sondagens são dúbios. Os níveis de confiança continuam historicamente baixos, sendo comparáveis aos da recessão anterior, de 2008-2009. Além disso, ainda que os ajustes para baixo tenham ocorrido principalmente pelo lado das expectativas, o avanço do grau de satisfação com a situação presente continua lento.

No âmbito empresarial, houve calibragem para baixo das expectativas e retomada de uma suave tendência de alta dos indicadores da situação atual. Neste sentido, trata-se de um ajuste mais virtuoso do que o do final do ano passado, quando os indicadores de situação atual também recuaram. Os consumidores ajustaram para baixo as expectativas em junho e mantiveram a posição no mês seguinte, ficando em um aparente compasso de espera por uma confirmação da recuperação do mercado de trabalho e das condições de crédito.

**Gráfico3: Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor**

(Dados padronizados e dessazonalizados, médias móveis trimestrais)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Setorialmente, a confiança industrial recuperou parte das perdas de junho, com uma avaliação mais favorável da situação dos negócios. Ainda assim, o ajuste para baixo de meio de ano parece ter ido além da preocupação com a turbulência política, pois houve acúmulo de estoques e enfraquecimento das previsões para a produção nos meses seguintes. O setor de serviços resgatou em julho uma parte da confiança perdida no mês anterior; a confiança da construção manteve-se estável pelo segundo mês consecutivo, mas é ainda a menor entre os setores; a dos comerciantes recuou pelo terceiro mês consecutivo, desta vez atingindo até o segmento de duráveis, que vinha impulsionando um otimismo talvez exagerado nos meses anteriores.

Mesmo com juros em queda, inflação baixa e liberação de recursos do FGTS, os consumidores continuam cautelosos com relação a novas compras. Uma enquête realizada em julho pela FGV/IBRE mostrou que a quitação de dívidas foi a principal destinação para os recursos do FGTS (recebendo 37,6% do total) seguida pela poupança (30,0%), o consumo (27,8%) e outros destinos (5,6%). O resultado sugere que o efeito FGTS pode perdurar ao longo dos próximos, à medida que as famílias menos pressionadas se sintam mais à vontade para gastar. Por enquanto, o impulso foi insuficiente para acelerar significativamente o ajuste financeiro das famílias.

Enquanto o consumidor continua aguardando uma recuperação mais expressiva do mercado de trabalho, a boa notícia é a melhora das perspectivas de contratação pelas empresas: em julho, na média de todos os setores, a diferença entre a proporção de empresas prevendo aumentar e empresas prevendo reduzir o quadro de pessoal nos meses seguintes ficou negativa em apenas 1,3 ponto percentual (pp), o melhor resultado desde dezembro de 2014 (-0,7 pp).

O resultado das sondagens mostra que a economia continua se recuperando, embora os solavancos do ambiente político contribuam para dar ainda mais morosidade a um processo que já vinha sendo lento.

*Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt*

### 3. Mercado de Trabalho

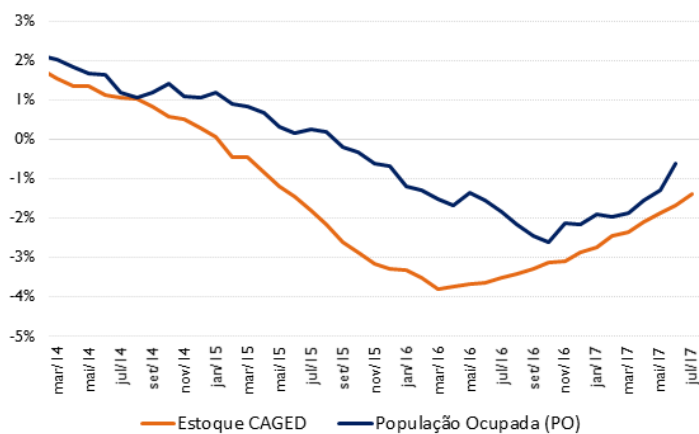
#### Queda abrupta no desemprego não altera projeção de recuperação lenta

Os dados mais recentes acerca do desempenho do mercado de trabalho trouxeram novas surpresas positivas. O saldo de emprego formal medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) registrou geração líquida de 35,9 mil vagas em julho, número muito acima do esperado por vários analistas. Outro dado recentemente divulgado que representou surpresa positiva foi a queda abrupta da taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC). Enquanto o mercado esperava, em junho, uma desocupação em patamar semelhante ao observado no mês de maio, de 13,3%, houve forte diminuição, que levou o desemprego para 13,0%. A melhora substancial do mercado de trabalho não parece proveniente de algum comportamento característico do mês de junho, visto que o número dessazonalizado também mostra queda substancial do desemprego. Mais precisamente, a taxa de desocupação dessazonalizada caiu de 13,1%, em maio, para 12,9%, em junho.

Os últimos resultados muito favoráveis do CAGED e da PNADC podem induzir analistas a projetar um ritmo de recuperação mais acelerado para o mercado de trabalho nos próximos meses. Entretanto, a trajetória do estoque de emprego formal do CAGED, apresentada no Gráfico 4, não parece confirmar essa hipótese. Mais precisamente, os dados do CAGED não sugerem uma recuperação mais forte porque deixam evidente que não houve, nos últimos meses, aceleração no ritmo de crescimento do estoque de emprego formal. Na verdade, esse indicador continua seguindo um ritmo de recuperação linear e praticamente inalterado desde março de 2016, quando apresentou seu pior resultado.

Por outro lado, a trajetória recente da População Ocupada (PO), medida pela PNADC, parece corroborar a hipótese de aceleração no ritmo de recuperação do mercado de trabalho. O Gráfico 4 mostra uma forte aceleração, em julho, no ritmo de crescimento da PO (que passou de -1,3%, em maio, para -0,6%, em junho, na comparação do mês corrente contra o mesmo mês do ano anterior), o que poderia ser

**Gráfico 4: Evolução do Emprego (Asa em %)**



Fontes: CAGED (MTE); PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.



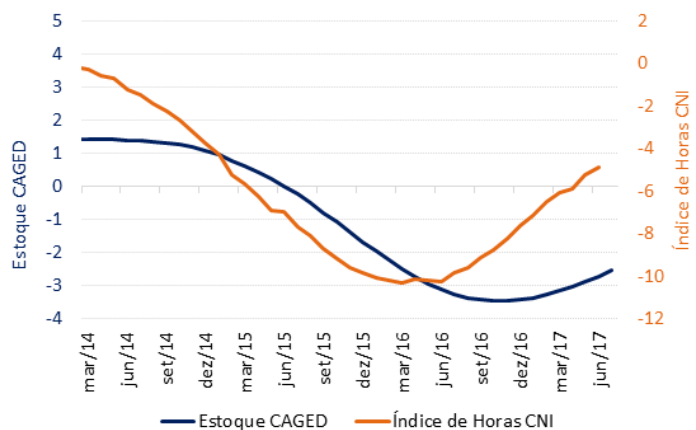
interpretado como indicativo de aceleração na trajetória de recuperação do mercado de trabalho. Infelizmente, nossa leitura é que a maior parte das evidências disponíveis não confirma a hipótese de que estamos diante de uma aceleração na retomada do mercado de trabalho.

Primeiramente, como mencionamos no Boletim anterior, a aceleração do mercado de trabalho tem sido explicada, principalmente, pela entrada na PO de empregados por conta própria e de informais. No entanto, o comportamento dos indivíduos desses dois grupos tende a ser bastante volátil. Uma entrada forte de pessoas nesses vínculos empregatícios, hoje, pode ser facilmente revertida amanhã, na forma de saída expressiva na direção do desemprego. Concomitantemente, não tem ocorrido aceleração mais vigorosa nas contratações formais, que conferiria maior confiança em retomada mais forte e sustentável do mercado de trabalho.

Em segundo lugar, outros indicadores importantes ajudam a refutar a tese de que estamos diante de uma aceleração no ritmo de recuperação do mercado de trabalho: os indicadores antecedentes do emprego. Focamos, neste boletim, em dois indicadores antecedentes específicos: (i) as horas trabalhadas na indústria, calculadas mensalmente pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) e (ii) o estoque total de horas trabalhadas, fornecido trimestralmente na PNADC.

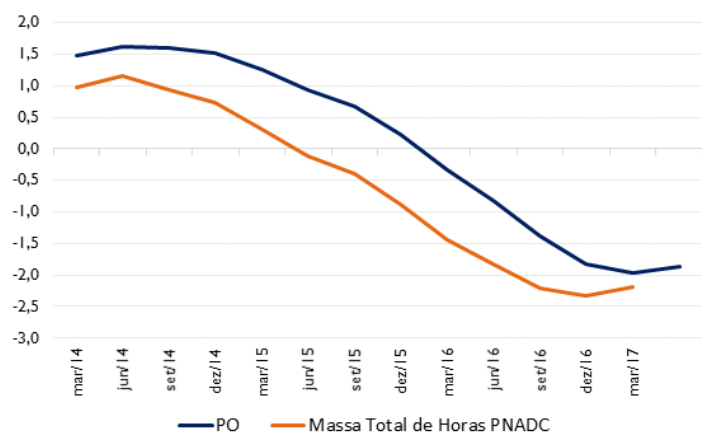
Nos Gráficos 5 e 6, percebemos que ambos os indicadores antecedentes sugerem, nos próximos meses, um ritmo de crescimento lento e gradual, tanto para o estoque do CAGED quanto para a PO, em termos de variação média de 12 meses. O único sobressalto nos indicadores antecedentes aparece, em março de 2017, no Gráfico 6. Naquele momento fica evidente uma leve aceleração nas horas trabalhadas totais, que continuam, porém, a apresentar ritmo relativamente reduzido de crescimento. Consequentemente, o aumento pouco

**Gráfico 5: Evolução do Emprego e das Horas Trabalhadas na Indústria (12MM x 12MM anteriores em %)**



Fontes: CAGED (MTE), Indicadores Industriais (CNI). Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 6: Evolução do Emprego e das Horas Trabalhadas Totais (12MM x 12MM anteriores em %)**



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

expressivo desse indicador antecedente, no período recente, aponta um crescimento lento da PO no futuro.

Nossas projeções refletem os argumentos expostos acima. As evidências apresentadas sugerem que não estamos diante de uma aceleração no processo de recuperação do mercado de trabalho. Portanto, continuamos apostando em uma retomada lenta e gradual do emprego. Mais precisamente, projetamos que a taxa de desemprego média será de 12,9% neste ano de 2017 e cairá suavemente para 12,7% em 2018.

*Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira*

## 4. Inflação

### Alimentos, a âncora da inflação em 2017

A inflação medida pelo IGP/FGV está fazendo história em 2017. Os resultados apurados pela sua versão mais antiga, o IGP-DI, registraram cinco meses consecutivos de taxas negativas, o que, desde 1994, só foi verificado duas vezes: a primeira entre julho/98 e novembro/98, período em que o índice recuou 0,78%; a segunda entre maio/05 e setembro/05, quando a queda acumulada foi de 2,00%. Entretanto, a parte inédita dessa história não está na duração da deflação, mas sim na intensidade de seu recuo, já que, entre março/17 e julho/17, o IGP-DI registrou queda de 3,35%.

Em todos os períodos em que o IGP-DI registrou deflação por cinco meses consecutivos, este efeito foi determinado por recuos nos preços de Produtos Agrícolas e Produtos Industriais do IPA-DI – principal índice componente do IGP –, num sinal de que a trajetória do indicador foi afetada por efeitos generalizados. Atualmente, os Produtos Agrícolas do IPA registraram em julho sua décima-primeira queda, acumulando taxa de -17,42%, sendo este o período mais longo de quedas consecutivas registrado para este grupo.

Preços agrícolas em queda muito contribuem para o arrefecimento da inflação do Índices de Preços ao Consumidor. Os alimentos comprometem, em média, 25% do orçamento familiar. Com tal peso, quando os preços agrícolas caem, a inflação tende a recuar mais rapidamente.

Em julho de 2016, o grupo Alimentação e Bebidas do IPCA acumulava, em 12 meses, alta de 13,56%. Um ano depois, a taxa acumulada está em -0,67%. Essa rápida desaceleração dos preços dos alimentos – que fora antecipada pelo comportamento dos preços agrícolas ao produtor – respondeu por 60% da desaceleração de seis pontos percentuais apresentada pela taxa em 12 meses do IPCA/IBGE, que passou de 8,74% em julho de 2016 para 2,71%, em julho de 2017. No mesmo período, também foram registradas importantes desacelerações para serviços livres, cuja taxa passou de 7,10% para 5,42%, e preços monitorados, que recuaram de 8,56% para 4,72%. No entanto, apesar do expressivo arrefecimento apresentado pelas taxas de variação desses segmentos, nenhum deles acumula variação em 12 meses abaixo da meta de inflação.

Isso nos mostra o quão importante tem sido o papel do grupo alimentação para a desaceleração do IPCA em 2017. E ainda que os alimentos comecem a apresentar queda mais tímida em agosto,

é provável que, ao final de 2017, o grupo Alimentação e Bebidas registre taxa negativa no fechamento do ano, outro fato a entrar para a história.

Em julho, a taxa em 12 meses do IPCA registrou sua décima primeira desaceleração consecutiva, chegando a 2,71%, como vimos. Apesar disso, o Monitor da Inflação da FGV nos antecipa que esse ciclo pode ser interrompido ainda em agosto, pois o índice oficial poderá encerrar o mês com alta de 0,45%, número próximo do apurado em agosto de 2016, 0,44%, o que manteria estável a taxa em 12 meses.

Já a partir de setembro a taxa em 12 meses irá acelerar: nos últimos quatro meses do ano passado, o IPCA acumulou alta de 0,82%, o que pode ser facilmente superado em 2017, graças ao aumento do PIS/COFINS incidente nos preços dos combustíveis. Esse acréscimo também provocará aumentos no preço do transporte rodoviário, cujas pressões inflacionárias se farão sentir nos preços dos alimentos e do ônibus urbano.

Com tais pressões a caminho, a inflação pode fechar 2017 próxima de 3,6%, número acima do projetado antes do aumento dos impostos sobre os preços dos combustíveis. Ainda assim, a taxa estará muito abaixo da meta de inflação. E, terminando o ano com inflação baixa, os efeitos da indexação, propagados pelo reajuste do salário mínimo, dos preços administrados e dos serviços, serão menos intensos em 2018, o que tende a compensar eventual aceleração dos preços dos alimentos. Assim, as condições devem permitir, como o mercado financeiro já prevê, mais um ano de cumprimento da meta de inflação.

*Salomão Quadros e André Braz*

## **5. Política Monetária**

### **Quando setembro vier**

Decisões tomadas pelo Copom costumam despertar interesse. Afinal, a taxa básica de juros, objeto dessas decisões, influencia o comportamento de amplo conjunto de agentes econômicos, afetando variáveis macroeconômicas relevantes. Além disso, em especial no mercado financeiro, há os que, direta ou indiretamente, fazem apostas sobre a direção e a intensidade dos movimentos dos juros.

Procurando se antecipar às decisões do Banco Central, os especialistas acompanham as sinalizações do BC e os preços dos ativos mais capazes de influenciar o rumo da política monetária.

Nosso objetivo aqui é examinar o quadro que supostamente prevalecerá em 6 de setembro, quando o Copom anunciará a nova Selic. Como preparação para essa discussão, analisamos as situações prevalentes por ocasião de recentes decisões semelhantes.

Na reunião do Copom de fevereiro, por exemplo, e referindo-se ao encontro seguinte, o BC evitou dar sinalização objetiva quanto ao futuro, abandonando o discurso de “um novo ritmo” de ajuste da Selic, anteriormente adotado. Entre fevereiro e abril os preços relevantes de mercado pouco se

alteraram, exceto pelo fato de que a projeção de inflação gerada pelos modelos do BC, para 2018, cedeu de 4,5% para 4,4%. Chegamos a 12 de abril com alguma probabilidade (implícita nos preços) de queda de 125 pontos. O BC, porém, optou por 100 pontos, trazendo a Selic para 11,25%.

Em abril, os dirigentes do BC sinalizaram que, para maio, lhes parecia “mais adequada a manutenção do ritmo imprimido nessa reunião”. Quando se reuniram em 31 de maio, o país já havia sofrido o baque causado pelas delações e gravações dos donos e executivos da JBS. O risco país se elevara moderadamente, produzindo ligeiro enfraquecimento do real e certa alta dos juros reais de mercado, comparativamente às cotações vigentes na reunião anterior. O quadro inflacionário, porém, corrente e prospectivo, pouco se alterara, encorajando o BC a reduzir a Selic novamente em 100 pontos.

Contudo, ao tratar da sinalização para julho, o BC preferiu ser cauteloso, indicando que “uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária” deveria mostrar-se “adequada”. Surpreendentemente, porém, os movimentos de mercado observados entre as reuniões de maio e julho mostraram-se favoráveis. O risco país (CDS-5) cedeu mais de 20 pontos (de 236 para 214), o real se fortaleceu, passando de R\$ 3,23 para R\$ 3,14, o juro real dos papéis mais longos (2050) caiu de 5,6% para 5,4%. E a projeção do BC de inflação para 2018 recuou de 4,4% para 4,2%. A crise política não afetara o ambiente macroeconômico como muitos imaginaram. E o BC, contrariando a sinalização que antes lhe parecera adequada, manteve o ritmo de queda de 100 pontos.

Em julho quem surpreendeu foi o próprio BC. Afinal, seus dirigentes têm sustentado que o ritmo de queda da Selic depende de quão próximo se esteja do ponto final do ciclo de baixa dos juros e de quanto já se percorreu durante o ciclo. A despeito disso, sinalizaram para setembro “uma possível flexibilização de mesma magnitude, mas que dependerá da permanência das condições descritas no cenário básico do Copom”.

Por certo, não há como o BC deixar de se preocupar com os problemas fiscais e com as consequências da crise política. Mas seus dirigentes não parecem dispostos a segurar o ritmo de queda dos juros enquanto as apreensões do mercado não se manifestarem claramente nos preços. Sendo assim, na ausência de reação expressiva das cotações de mercado e de eventual piora das projeções de inflação, em 6 de setembro poderemos realmente ter nova queda da Selic de 100 pontos.

*José Júlio Senna*

## **6. Política Fiscal**

### **O desastre fiscal e a revisão da meta**

Nos últimos anos passou a ser uma prática recorrente no Brasil a revisão da meta de resultado primário do governo central. E este ano não foi diferente, com o anúncio da revisão recém-anunciada de déficit de R\$ 139 bilhões para déficit de R\$ 159 bilhões. A mudança não se deu

somente na meta de 2017: a de 2018 também foi alterada, antes mesmo de o ano começar, para R\$ 159 bilhões, ante R\$ 129 bilhões.

Essas revisões revelam tanto surpresas negativas sobre a atividade econômica quanto um *gap* entre as premissas do governo vis-à-vis as de mercado.

A LDO aprovada em 26 de dezembro de 2016 previa que a economia iria crescer 1,2% em 2017, enquanto que, neste mesmo mês do ano passado, a FGV/IBRE<sup>1</sup> estava com previsão de crescimento de apenas 0,3% e o Focus do Bacen<sup>2</sup> previa alta de 0,5%. Além da previsão de crescimento destoante das projeções de mercado, o governo também se mostrava muito otimista com a possibilidade de entrada de receitas extras no ano corrente.

**Tabela 2: Evolução do Orçamento da União para 2017 - Desafios fiscais**

R\$ Bilhões	LDO	LOA	1º Reav.	Ex. Reav.	2º Reav.	3º Reav.
Meta	-R\$ 139	-R\$ 139	-R\$ 139	-R\$ 139	-R\$ 139	-R\$ 139
<b>Resultado Primário</b>	<b>-R\$ 139</b>	<b>-R\$ 139</b>	<b>-R\$ 197</b>	<b>-R\$ 181</b>	<b>-R\$ 136</b>	<b>-R\$ 145</b>
Receitas	R\$ 1.183	R\$ 1.187	R\$ 1.133	R\$ 1.144	R\$ 1.151	R\$ 1.150
Despesas	R\$ 1.322	R\$ 1.326	R\$ 1.330	R\$ 1.325	R\$ 1.287	R\$ 1.294
Não Recorrente	n.d.	R\$ 50	R\$ 34	R\$ 44	R\$ 47	R\$ 48
Contingenciamento	n.d.	n.d.	R\$ 58	R\$ 42	-R\$ 3	R\$ 6
Cont. Acumulado	n.d.	n.d.	R\$ 58	R\$ 42	R\$ 39	R\$ 45
PIB % a.a.	1,2%	1,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
IPCA % a.a.	4,8%	4,8%	4,3%	4,3%	4,3%	3,7%
Selic % a.a. (médio) <sup>1</sup>	11,25%	12,10%	10,90%	10,90%	10,70%	10,20%
Câmbio R\$ / US\$ (Médio) <sup>1</sup>	3,8	3,4	3,2	3,2	3,2	3,3

<sup>1</sup> A LDO corresponde ao valor de fim de período. Fonte: MPOG. Elaboração: IBRE/FGV.

Assim, no mesmo mês da aprovação da LDO as projeções para déficit primário já se mostravam piores que as previstas na meta do governo. Os números do IBRE e do Prisma Fiscal da MF/SPE<sup>3</sup> já apontavam resultados piores que os R\$ 139 bilhões de déficit do governo central. Em síntese, no momento de aprovação da LDO já era esperada pelo mercado uma frustração da meta.

E, de fato, a frustração já foi reconhecida pelo governo no primeiro bimestre deste ano, quando, no primeiro relatório de avaliação das receitas e despesas do governo central, foi anunciada a necessidade de esforço fiscal de R\$ 58 bilhões. Ou seja, para conseguir cumprir a meta de resultado primário, dado o novo cenário que se apresentava (revisão de premissas macroeconômicas e frustração de algumas receitas não recorrentes), o governo deveria contingenciar despesas e/ou aumentar receitas no montante supracitado, a fim de conseguir cumprir a meta de primário.

<sup>1</sup> Seminário de análise conjuntural de dezembro de 2016. Disponível em: <http://bit.ly/2hJ2Y9m>.

<sup>2</sup> Relatório Focus/Bacen de 30 de dezembro de 2016. Disponível em: <https://goo.gl/j0Nu1D>.

<sup>3</sup> Relatório Prisma Fiscal de dezembro de 2016. Disponível em: <https://goo.gl/BGo5pN>.



A Tabela 2 e a Tabela 3 mostram a evolução das revisões orçamentárias do governo, bem como as mudanças de previsão de receitas não recorrentes. A partir das tabelas é possível notar que a primeira grande mudança de resultado primário veio acompanhada de forte revisão de previsão de PIB e de queda de R\$ 16 bilhões da expectativa de receitas extras.

**Tabela 3: Evolução do Orçamento da União para 2017 - Desafios fiscais Evolução das Receitas Não Recorrentes Previstas para 2017**

R\$ Milhões	LOA	1º Reav.	Ex. Reav.	2º Reav.	3º Reav.
<b>Concessões Totais</b>	<b>23.963</b>	<b>10.807</b>	<b>20.917</b>	<b>27.952</b>	<b>25.686</b>
<b>Contratos Existentes</b>	<b>3.287</b>	<b>3.287</b>	<b>3.287</b>	<b>7.087</b>	<b>7.087</b>
<b>Novos Contratos (Concessões)</b>	<b>20.676</b>	<b>7.519</b>	<b>17.629</b>	<b>20.864</b>	<b>18.599</b>
Transporte e Energia	13.157	-	-	-	-
Aeroportos e Petróleo	7.519	7.519	7.519	10.864	8.599
Usinas Hidrelétricas	-	-	10.110	10.000	10.000
<b>Operações com Ativos</b>	<b>5.881</b>	<b>2.956</b>	<b>2.956</b>	<b>2.796</b>	<b>397</b>
<b>PRT (MP 766/17)</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>7.200</b>	<b>0</b>
<b>PERT (MP 783/17)</b>	-	-	-	-	<b>13.000</b>
<b>PRDT (MP 780/17)</b>	-	-	-	<b>3.208</b>	<b>3.208</b>
<b>RERCT (Lei 13.428/17)</b>	<b>13.200</b>	<b>13.200</b>	<b>13.200</b>	<b>12.700</b>	<b>2.852</b>
<b>Precatórios</b>	-	-	-	-	<b>10.197</b>
<b>Total (Sem Concessões Existentes)</b>	<b>49.757</b>	<b>33.675</b>	<b>43.785</b>	<b>46.768</b>	<b>48.253</b>

Fonte: MPOG. Elaboração: IBRE/FGV.

Hoje, diante de contínua frustração das receitas, elevado nível de contingenciamento e impossibilidade de cumprir a meta prevista na LDO, o governo, mais uma vez, propõe uma mudança na meta de resultado primário. Ou seja, a exceção parece ter virado regra.

*Vilma da Conceição Pinto*

## 7. Setor Externo

### Somente choques inesperados podem mudar os rumos do setor externo

Salvo surpresas, o setor externo brasileiro deve manter sua trajetória favorável. A conta corrente do balanço de pagamentos até junho registrou superávit de US\$ 750 milhões. Além disso, mesmo com as turbulências políticas, a entrada de investimento direto no país (IDP) não foi afetada e se manteve estável (US\$ 4 bilhões em junho, em comparação com US\$ 3,9 bilhões no mesmo mês de 2016). No acumulado do ano até junho, o IDP foi de US\$ 36,3 bilhões, um aumento de US\$ 2,5 bilhões em relação a igual período do ano anterior.

A situação favorável é reforçada quando se observa que o componente de participação de capital no IDP tem crescido em relação aos empréstimos intercompanhias (Gráfico 7). Estes últimos são considerados “mais voláteis” e não refletiriam entrada de capital associada a motivações de médio e longo prazo. No acumulado até junho, o valor da participação do capital foi de US\$ 28 bilhões e

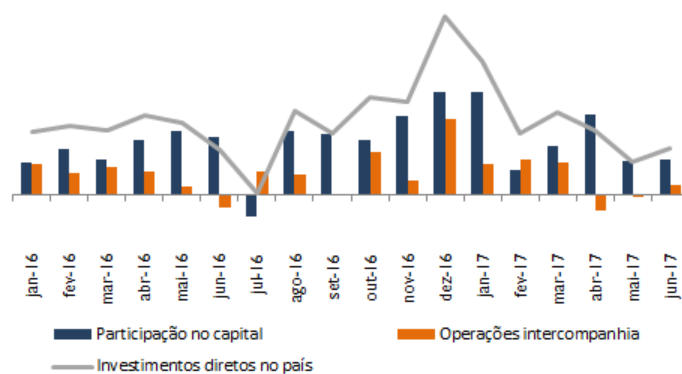
o dos empréstimos intercompanhias de US\$ 8 bilhões. Até junho, o ganho de reservas internacionais foi de US\$ 8,8 bilhões (superávit do balanço de pagamentos), enquanto para o mesmo período de 2016 ficou em US\$ 2 bilhões. Fica claro que a vulnerabilidade externa hoje não faz parte do rol dos muitos problemas da economia brasileira.

Nossa visão é de que não haverá surpresas associadas ao comportamento do presidente Trump, com um cenário mundial em recuperação e estável. Uma situação de fuga de capital do Brasil exigiria um grau de caos político que não está no horizonte, pelo menos para 2017. Assim, nossa projeção é de um déficit em transações correntes (TC) ao redor de US\$ 10 bilhões em 2017.

O saldo positivo da conta em TC no primeiro semestre é explicado pelo aumento no superávit da balança comercial, pois os saldos da conta de serviços e renda primária são historicamente negativos. A balança comercial de julho registrou superávit de US\$ 42,5 bilhões. Em 2017, a balança deverá atingir o maior valor na sua série histórica, ao redor de US\$ 65 bilhões.

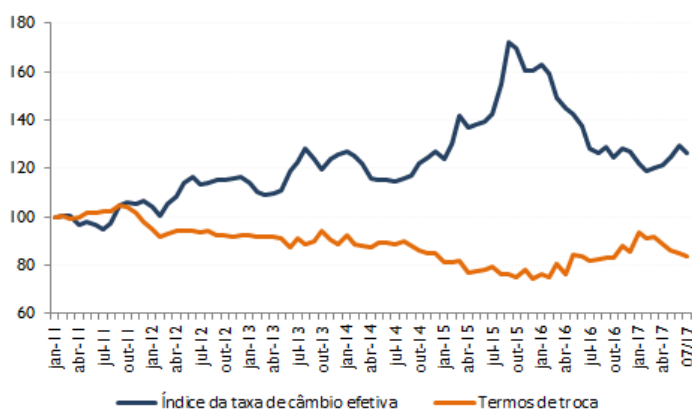
Há uma correlação negativa entre o comportamento da taxa de câmbio e dos termos de troca (Gráfico 8). Quando os termos de troca pioram, espera-se desvalorização cambial associada a uma tendência de piora na balança comercial. A taxa efetiva de câmbio real, que estava se desvalorizando desde fevereiro, acompanhando a piora nos termos de troca, apreciou-se 1,9% entre junho e julho. Não se espera, porém, que essa valorização se acelere. A queda na taxa de inflação cria pressões de valorização real, mas os termos de troca compensam em parte essa influência. A média dos termos de troca de janeiro a julho de 2017 está 10% acima do observado em igual período de 2016, mas entre janeiro e julho de 2017 os termos de troca caíram 10,4%.

**Gráfico 7: Transações Correntes e Investimento Direto no País**  
(em US\$ bilhões)



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

**Gráfico 8: Índice da Taxa de Câmbio Efetiva Real (jan/99=100) e o Índice dos Termos de Troca**



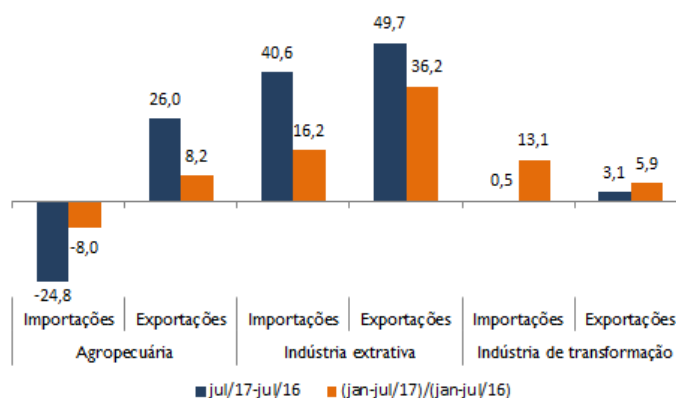
Fonte: Bloomberg; Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

A projeção é de um cenário estável. O índice dos preços de exportações de *commodities* do IBRE registrou variação de 23,6% entre o acumulado do ano até julho de 2016 e 2017, em que se destacam o aumento do preço do minério de ferro (70%) e de petróleo e derivados (48%). Na comparação entre julho de 2016 e 2017, o índice geral cai (-3,3%), o mesmo ocorrendo para todas as *commodities* que compõem o índice. No caso do minério de ferro, a queda foi de 6,9%; no petróleo, de 8,5%. Esse recuo reflete em parte uma acomodação dos preços, que haviam partido de níveis muito baixos e, portanto, tiveram valorizações acima de 50%. É pouco provável uma aceleração na tendência de queda nas *commodities* num período de recuperação do comércio mundial.

Logo, pelo canal dos termos de troca, o câmbio não deve sofrer grandes mudanças, supondo estável o cenário político e a avaliação dos analistas de mercado sobre a política econômica.

A indústria extrativa liderou o crescimento em volume das exportações e importações brasileiras (Gráfico 9). Chama atenção o aumento de 13,1% das importações da indústria de transformação na comparação do acumulado até julho. Esse resultado, porém, é explicado principalmente pelas importações de bens intermediários utilizados pela agropecuária, com variação de 91% na comparação entre julho de 2016 e de 2017, e de 77% na comparação do acumulado do ano. As importações de bens de capital que compõem a FBCF (Formação Bruta de Capital Fixo) da economia continuam em queda: 31% na comparação mensal e 17% na do acumulado do ano.

**Gráfico 9: Variação (%) nos Índices de Volume por Atividade Econômica**



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

Do ponto de vista do equilíbrio externo conjuntural, o país vai bem, mas quando se destacam alguns indicadores do comércio exterior que ajudam a antever possíveis melhoras para a economia, como a da taxa de investimento, o país vai mal.

*Lia Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### Dúvidas do FED

No dia 16 de agosto, o banco central americano, Federal Reserve (FED), divulgou a ata da reunião do comitê de política monetária, FOMC, ocorrida em 25-26 de julho.

Houve este ano forte surpresa desinflacionária na economia americana. Como discutimos no Boletim de julho, essa surpresa contribuiu para desvalorizar o dólar e reduzir os juros na economia americana. Ambos os movimentos foram positivos para a percepção de risco do Brasil.

A leitura da inflação ao consumidor de julho novamente surpreendeu para menos. Desde fevereiro de 2017, a desinflação foi de 1 ponto percentual (pp) no índice cheio, 0,68 pp nos serviços e 0,58 pp no núcleo de inflação.

Após seis meses – desde fevereiro – com seguidas surpresas desinflacionárias, está ficando difícil atribuir essas surpresas a algum choque de oferta.

É difícil entender o fenômeno, pois a taxa de desemprego encontra-se em nível muito baixo, em 4,3%, perto das mínimas históricas. A taxa de desemprego de curto prazo está nas mínimas históricas, em 3,2%.

Várias são as hipóteses levantadas na ata para esse comportamento. Segundo o texto:

“Os participantes discutiram as possíveis razões para a coexistência de baixos níveis de desemprego e de inflação. Elas incluem possível redução da resposta dos preços à utilização de recursos, uma taxa natural de desemprego mais baixa, possibilidade de que a ociosidade seja medida por outro indicador que não a taxa de desemprego, defasagens entre aperto do mercado de trabalho e aumentos dos salários e dos preços e redução do poder de mercado em função da maior competição global e de inovação nos planos de negócios, fruto da inovação tecnológica”.

Ou seja, o FED não tem a menor ideia dos motivos da inflação estar tão contida, e, nos últimos seis meses, em queda, apesar do aperto do mercado de trabalho.

O mercado de trabalho muito apertado tem estimulado as empresas a buscar trabalhadores que estão fora da força de trabalho. Com o mercado de trabalho a pleno emprego, aproximadamente 3.000 trabalhadores por mês que se desligaram da força de trabalho – isto é, nem estão empregados nem desempregados – encontram emprego. Atualmente esse número está em 4.500, ou seja, 1.500 acima do ritmo normal.

Essa estatística pode significar que o mercado de trabalho está muito apertado ou que há um número muito elevado de pessoas que se encontram desalentadas, e que são puxadas novamente ao mercado de trabalho pela política monetária muito frouxa.

Uma indicação de que esse movimento se deve ao esforço das empresas em procurar trabalhadores que se desligaram da força de trabalho é que poucos trabalhadores têm voluntariamente retornado à força de trabalho na forma de desempregados.

Para complicar as dúvidas do FED, nos últimos meses algumas medidas de taxa neutra de juros – aquela que mantém a inflação constante – recuaram, de sorte que a medida da acomodação da política monetária – a diferença entre a taxa neutra e a taxa praticada – reduziu-se de 1,5 pp para 0,5 pp. Ou seja, a política monetária está bem menos acomodatória do que esteve recentemente.

Tudo somado, os membros do FOMC têm difícil decisão pela frente. Se houver nova subida da taxa dos *federal funds* sem que a inflação retome um caminho de subida, penso que será fruto da preocupação do FED com possível formação de bolhas no mercado de ativos.

## 9. Analista Convidado

### O debate em torno da mudança da meta fiscal

O Governo Federal iniciou o debate sobre a mudança de meta de resultado primário nos últimos dias, em função da frustração das receitas, de medidas que não foram aprovadas e da dificuldade de se manter o corte de despesas, atualmente em R\$ 44,6 bilhões, quase um terço de toda a despesa contingenciável. Este será o quarto ano seguido em que a meta será alterada.

Algumas questões reaparecem sempre que essa situação vem à tona. É comum que analistas e formadores de opinião recomendem que o governo lute até o fim pela meta, ou que corte mais gastos tendo em vista que a carga tributária brasileira já é muito elevada. O fato é que esse debate normalmente trata essa questão como uma opção de política econômica, quando, na verdade, a mudança da meta nos últimos anos tem sido uma realidade dada pela aritmética.

Pelo lado das receitas, abstendo-se do juízo de valor sobre o aumento da carga tributária, há muito pouco o que fazer ao longo do ano corrente, pois qualquer medida de arrecadação teria pouco tempo para produzir impacto e teria que ser aprovada pelo Congresso Nacional. Pelo lado das despesas, assim como em 2015, o governo está no limite de fazer um “shut down” na máquina pública, o que deve paralisar vários serviços importantes. Contingenciar mais significaria agravar uma situação já difícil. Portanto, o bom senso recomenda que a meta seja alterada para se tornar realista e evitar que se produza um ônus exagerado para a sociedade.

Vários governos utilizaram o contingenciamento como mecanismo de controle fiscal. Desde o início da recessão, contudo, os contingenciamentos têm se mostrado insuficientes em função do elevado grau de rigidez da despesa e da forte perda de receita. Muito se demorou para perceber que os contingenciamentos têm perdido eficácia ao longo do tempo, pois se torna cada vez mais difícil aplicar cortes sucessivos sem que ocorram custos sociais relevantes. O fato de uma despesa ser contingenciável não quer dizer que ela seja irrelevante, e esta constatação tem se tornado cada vez mais verdadeira com o passar dos anos.

A dificuldade de se obter receitas e o esgotamento do contingenciamento têm feito com que alguns analistas sugerissem que o governo trabalhasse apenas com a meta de gastos, em vez de trabalhar com o resultado primário. Essa mudança produziria algumas vantagens. Em primeiro lugar, tornaria a política fiscal anticíclica, já que qualquer excesso ou frustração de receita afetaria o resultado primário e não demandaria aumento ou redução de despesas. Em segundo lugar, reduziria o viés em favor do aumento da carga tributária, tal como ocorreu nas últimas três décadas. Em terceiro lugar, evitaria mudanças recorrentes nas metas fiscais do governo, causando perda de credibilidade e enfraquecimento da âncora fiscal.

Evidentemente, essa não é uma mudança sem riscos. Críticos alegam haver um enfraquecimento do elo entre os resultados fiscais e a sustentabilidade da dívida, causando incerteza sobre os objetivos da política econômica. Outro argumento recorrente é que não há clareza sobre o



sucesso do teto de gastos quando este se tornar uma restrição ativa, como irá acontecer no ano que vem.

As tecnologias de comunicação da política econômica avançaram muito nos últimos anos. O regime de metas de inflação produziu avanços significativos no processo de formação e direcionamento das expectativas, assim como na transparência e na prestação de contas. É possível contornar o gênero de preocupação mencionado acima a partir desse tipo de tecnologia, que enfocaria o controle pela via do mercado.

As dúvidas com relação ao sucesso da mudança do instrumento de política fiscal decorrem do fato de que o cumprimento do teto de gastos tem tudo para não ser crível. O próximo ano será o primeiro em que o teto se tornará uma restrição ativa. Se o governo não conseguir aprovar nenhuma medida de redução estrutural do gasto, como correu este ano, o orçamento ficará próximo da inviabilidade. A dúvida, portanto, não parece estar na necessidade de mudança, mas sim na viabilidade da alternativa que hoje está posta. Diante das circunstâncias, tudo leva a crer que teremos, a partir de 2019, que repactuar os princípios que estão estabelecidos para o ajuste fiscal, adotando uma meta de política fiscal crível e equilibrando a composição do ajuste entre receitas e despesas.

*Manoel Pires*

## **10. Em Foco IBRE: Mais uma vez a reforma tributária**

O debate sobre a necessidade de se fazer uma reforma tributária no Brasil começou quase que imediatamente após a promulgação da Constituição de 1988. A matéria voltou agora mais uma vez à pauta do Congresso, mais por iniciativa dos próprios parlamentares do que por interesse do Executivo. O governo anterior julgava tudo poder resolver por gerência, e o atual supôs que bastaria limitar o gasto para equacionar a crise fiscal. O mau desempenho persistente da arrecadação e o espaço estreito para promover aumentos de carga tributária podem mudar o cenário. Até há um ano não se acreditava que seria possível sequer propor uma reforma previdenciária. Desta vez, chegou a hora da reforma tributária?

Para contribuir com esse debate, esta seção Em Foco traça um breve diagnóstico dos maiores problemas que o governo vem sofrendo com a tributação, e defende o ponto de vista de que uma reformulação completa do sistema tributário é o único meio para superar tais entraves.

A Tabela 4 mostra o tamanho e a distribuição da carga tributária brasileira e evidencia que, além de muito elevada, ela se concentra em alguns tributos específicos, sobre os quais comentaremos abaixo.

**Tabela 4: Carga Tributária em 2015 por base de incidência e nível de Governo (% do PIB)**

Base de Incidência	Carga Tributária		Federal	Estadual	Municipal
	Total	Part. %			
Renda	5,97%	18,3%	5,97%	n.d.	n.d.
Folha de Salários	8,44%	25,8%	7,93%	0,35%	0,15%
Propriedade	1,45%	4,4%	0,02%	0,72%	0,71%
Bens e Serviços	16,22%	49,7%	7,79%	7,21%	1,22%
Transações Financeiras	0,59%	1,8%	0,59%	n.d.	n.d.
Outros	-0,01%	0,0%	-0,01%	n.d.	n.d.
<b>Total</b>	<b>32,66%</b>	<b>100,0%</b>	<b>22,29%</b>	<b>8,28%</b>	<b>2,08%</b>

Fonte: RFB. Elaboração: IBRE/FGV.

### Tributação sobre bens e serviços

Como cerca de metade da receita tributária nacional provém do mercado doméstico de bens e serviços, a reforma de seus tributos merece atenção especial. O ideal seria copiar o que praticamente todos os países do mundo seguem nessa matéria: um imposto único e nacional sobre valor adicionado (EUA é rara exceção, e usa um imposto sobre varejo; já Índia e Canadá compartilham o IVA com províncias).

O debate técnico no Brasil já convergiu na direção de duas mudanças estruturais: (i) inicialmente, a transformação gradual da base de cálculo dos atuais PIS, COFINS, IPI e mesmo ICMS, de forma que se tornem não-cumulativos e com crédito financeiro; (ii) na sequência, unificação desses tributos num imposto sobre valor adicionado, único (com receita compartilhada) ou duplo (tributado simultaneamente pela União e pelos Estados).

Para os contribuintes, simplificar o sistema tributário melhoraria a eficiência econômica (ainda assim, há resistência advinda de serviços, com segmentos que preferem um regime cumulativo, mas com alíquota reduzida). Para os fiscos estadual e municipal, abrir mão da capacidade de tributar ou de receita seria inaceitável (mas a guerra fiscal e a obsolescência do ICMS e ISS, aliada à crise federativa, reduziram a rejeição a migrar para o IVA).

Se antes predominava entre autoridades e mesmo parlamentares a natural aversão ao risco de se promover mudança de porte, agora há fatores que poderiam levar a uma mudança de postura. Crescem as evidências de que a carga caiu não apenas por maior elasticidade dos tributos indiretos ao produto, mas também por conta das mudanças recentes na estrutura produtiva da economia.

A Tabela 5 mostra que os serviços ganharam peso na arrecadação das receitas federais na comparação de 2011 com 2016, ao passo que as indústrias, sobretudo as de transformação, perderam muita participação. No agregado, a arrecadação caiu 0,81 pontos percentuais (pp) do produto, com queda de 1,45 pp das indústrias e aumento de 0,64 pp nos serviços. O problema é que os serviços são muito menos tributados do que a indústria (que também recolhe muito dos impostos dos outros setores, através da substituição tributária).

**Tabela 5: Arrecadação das Receitas Federais por Setor CNAE – Exceto Receitas Previdenciárias**  
(Valores em % do PIB e em Percentual do Total)

Rubrica	Em % do PIB			Participação %		
	2011	2016	16/nov	2011	2016	16/nov
Arrecadação Total	14,43%	13,62%	-0,81	100,00%	100,00%	0
Agropecuária	0,04%	0,04%	0	0,30%	0,30%	0
Indústrias	5,76%	4,30%	-1,45	39,90%	31,60%	-8,3
Ext. Mineral	0,44%	0,13%	-0,31	3,00%	0,90%	-2,1
Transformação	4,23%	3,25%	-0,98	29,40%	23,90%	-5,5
Eletricidade e Outros	0,62%	0,58%	-0,04	4,30%	4,30%	0
Construção	0,46%	0,34%	-0,12	3,20%	2,50%	-0,7
Serviços	8,63%	9,27%	0,64	59,80%	68,10%	8,3

Fonte: RFB. Elaboração: IBRE/FGV.

### Tributação sobre a Renda

A tributação sobre a renda também é afetada por decrescente quantidade e por má qualidade.

Orair e Gobetti (2017)<sup>4</sup> argumentam que “as alíquotas nominais que incidem sobre o lucro da pessoa jurídica são muito elevadas (de até 34%, somando-se o IRPJ e a CSLL), mas na prática há uma ampla gama de regimes especiais e benefícios tributários que reduzem muito as alíquotas efetivas. Ao mesmo tempo em que geram arbitrariedades no tratamento tributário entre setores econômicos e entre contribuintes”.

Dados da KPMG<sup>5</sup> sobre as alíquotas dos impostos sobre a renda das empresas e dos indivíduos em diferentes países apontam o Brasil como um caso peculiar: alíquotas sobre lucros das pessoas jurídicas das maiores entre todos, mas as aplicadas às pessoas físicas não tão elevadas. Do mesmo modo que se opta por cobrar imposto indireto sobre poucos produtos, também a tributação da renda carrega na mão no lucro gerado nas empresas (só 180 mil contribuintes no regime normal, do lucro real) para não correr atrás do distribuído para (milhões) de acionistas e proprietários.

### Tributação sobre salários

A tributação sobre salários é a que menos se discute, porque a formalização permitiu um bom desempenho da contribuição previdenciária até a disparada do desemprego. Mesmo depois que ela ocorreu, o tema foi ignorado no projeto de reforma do setor. Foi apenas com a reforma trabalhista que se passou a atentar para um aspecto peculiar da tributação, ou melhor, da fuga dela: cada vez mais trabalhos passarão a ser prestados na forma de pessoa jurídica. É um fenômeno que vai além da terceirização. A razão é simples e grave: a cunha fiscal de contratar um trabalhador com carteira no Brasil é das mais altas do mundo. É tipicamente o empregador que decide só contratar como firma, e menos uma opção do trabalhador. Com o MEI, essa prática se generalizou também entre profissões menos qualificadas e remuneradas.

<sup>4</sup> Orair, R. e Gobetti, S. Reforma Tributária: princípios norteadores e propostas para debate. IPEA, (2017). (mimeo).

<sup>5</sup> KPMG. *Questões sobre Empresas Familiares: Fomentando o crescimento das Empresas Familiares por meio de investidores individuais*. Relatório de Pesquisa. KPMG, outubro de 2014. Disponível em: <<http://bit.ly/24j4xBo>>. Acesso em: 07 ago. 2017.

Comparações internacionais reforçam ainda mais quão custoso é gerar um emprego formal no País. Dentre outros estudos, UHY (2016)<sup>6</sup> apresenta uma comparação entre BRICS, mostrando que a carga dos tributos de um empregado com ganho anual de US\$ 30 mil em proporção do salário bruto era de 71,4% no Brasil em 2015, contra 42% na China, 18% na Rússia e 12% na Índia. A média global situava-se em 20,5%. Destaca-se ainda que o custo anual do empregador brasileiro, estimado em US\$ 16,5 mil, é cerca de 15 vezes maior do que o custo mais baixo, o egípcio, avaliado em US\$ 1,1 mil.

Além disso, o mercado de trabalho nacional apresenta reação tardia frente às crises econômicas: há certa lentidão para que as empresas comecem a demitir em meio à recessão, assim como aguardam mais tempo do que o normal para retomar contratações quando percebem que a recuperação começou. A desoneração da folha, que era problema pela renúncia fiscal, até poderia ser opção por tributar o faturamento de quem não contrata.

### **Conclusão**

O sistema tributário já se encontra falido há muito tempo, por conta de todas as suas distorções, desde regressividade até complexidade. A única vantagem era arrecadar bem, mas a recessão e a mudança estrutural da economia – cada vez mais de serviços – queimaram esta única virtude. A reforma tributária será inevitável. O resto do mundo indica o paradigma a seguir. Falta coragem e vontade política.

*José Roberto Afonso e Vilma da Conceição Pinto*

**Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas**

---

<sup>6</sup> UHY. The cost of taxes on jobs around the world. Urbach Hacker Young (UHY), fevereiro, 2016. Disponível em: <https://goo.gl/J3Cakl>. Acesso em: 31/07/2017.

## 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

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 21 de agosto 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.