

Reversão cíclica da economia pode adiar melhoria dos fundamentos fiscais

Quando, em 1849, o poeta escocês Thomas Carlyle classificou a economia como a “ciência triste” (*dismal science*) era fácil de entender por que: as previsões dos economistas de então, a começar por Thomas Malthus, eram de fato tristes. Mas o rótulo pegou para muito além disso, em que pese toda a melhoria de padrão de vida desde então. Para muitos, os economistas mantiveram um certo viés pessimista, sempre alertando para o risco de desastres.

Essa história nos veio à mente pela peculiar situação atual da economia brasileira, conforme procuramos retratar neste Boletim: um país que se recupera da maior recessão de sua história documentada, em ambiente de baixa inflação, juros em queda, contas externas exuberantes e até alguma melhoria marginal de alguns indicadores fiscais, mas cujas perspectivas de médio prazo são assustadoras, na ausência de reformas.

Começamos pelas notícias que têm alimentado a onda de otimismo que tomou conta do país nos últimos meses.

Os indicadores de atividade econômica divulgados nas últimas semanas confirmam o cenário de reversão cíclica da economia brasileira no curto prazo, com o crescimento se solidificando e se espalhando por mais setores. Em especial, os resultados recentes para a produção industrial, o comércio varejista e mesmo os serviços reforçam as projeções de crescimento positivo para o PIB no terceiro trimestre.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve continuar liderando a retomada da economia, realçando a percepção de melhoria de bem estar. A principal alavanca para isso será o sensível alívio das condições financeiras das famílias. Isso virá, espera-se, com a redução do seu endividamento, combinada com o aumento do poder de compra em decorrência da deflação de itens ligados à alimentação domiciliar. A melhora no balanço das famílias deve ser intensificada pela redução do custo do crédito às pessoas físicas, em função da queda da taxa básica de juros.

Outra boa notícia, que também deve alavancar o consumo, é a queda da taxa de desemprego, que vem surpreendendo positivamente os analistas. A melhora do mercado de trabalho não se restringe à retomada do emprego: desde o início do ano os salários médios no setor formal também mostram uma clara expansão.

As perspectivas seguem mais incertas quanto ao investimento, porém, ainda que também aqui haja o que comemorar. É o caso de números positivos para a produção e importação de bens de capital, que sugerem uma melhora da demanda por máquinas e equipamentos, em que pese o crédito para pessoa jurídica continuar rodando em patamares muito deprimidos. Não obstante, o fraco desempenho da construção tem impedido uma recuperação da formação bruta de capital.

Esperamos que a economia brasileira cresça 0,8% em 2017 e 2,5% em 2018. Para isso vão contribuir os impactos defasados do ciclo de queda da taxa básica de juros e do patamar bem-comportado do câmbio, influenciado pela redução dos prêmios de risco-país, esta ajudada pelo ambiente externo atipicamente benigno para os países emergentes. Não só o crescimento mundial está mais forte e sincronizado, como também com baixíssimas pressões inflacionárias, o

que aponta para um cenário de liquidez ainda abundante. Ou seja, o Brasil defronta-se com uma excepcional janela de oportunidade para resolver os seus imensos desafios fiscais.

Mas nem tudo é notícia boa. O governo tem feito um grande esforço para segurar o gasto público, em especial reduzindo seu investimento, mas suas despesas continuam subindo de forma inclemente, lideradas pelo aumento dos gastos sociais. Sem uma reforma da previdência e mudanças na regra de correção do salário mínimo, é difícil imaginar um cenário que não termine em crise. E isso pode não ser suficiente. A sociedade e a classe política têm sido amplamente alertadas sobre isso. O cenário positivo de curto prazo delineado acima vai torná-la ainda menos sensível a esse discurso. Como isso vai afetar as eleições de 2018?

Difícil dizer. Mas é razoável esperar que as incertezas quanto à disputa eleitoral de 2018 devam limitar o ímpeto dos empresários para investir. Em especial, as incertezas eleitorais vão se refletir sobre as perspectivas de um equacionamento para o problema fiscal. Some-se a isso que no atual cenário o mais provável é que a Reforma da Previdência seja postergada para 2019 e, mesmo assim, apenas se o candidato eleito estiver disposto a dar-lhe continuidade.

Portanto, apesar de a reversão cíclica da economia levantar ventos mais promissores para o desempenho da atividade econômica em 2018, com repercussões positivas também sobre a execução da política fiscal, os desafios estruturais e de longo prazo permanecem basicamente os mesmos.

Enquanto o mundo colaborar conosco, teremos tempo para avançar a agenda de reformas. No entanto, a questão que vai ganhar peso crescente é se a atual reversão cíclica da economia doméstica, conjugada com um cenário global extremamente favorável, não podem adiar a resolução dos problemas fiscais estruturais. Isso, é claro, em meio ao calendário político cada vez mais apertado em função da corrida eleitoral de 2018, que também deve atrasar e dificultar a aprovação tempestiva das reformas.

Dessa forma, vivemos atualmente o estranho cenário em que o curto prazo mostra-se mais favorável e benigno, mas as incertezas de longo prazo permanecem. Haja apetite para insistir nos alertas de desastre em um ambiente aparentemente tão positivo.

Dito isso, as demais seções desta edição do Boletim apresentam os seguintes destaques:

1. Em relação ao nível de atividade, mantemos nossa previsão de crescimento do PIB no terceiro trimestre de 0,3%TsT na comparação com o segundo trimestre. Para 2018, a projeção encontra-se em 2,5%, com destaque para o desempenho do consumo. Com efeito, nosso indicador de condições financeiras das famílias já se encontra em zona de distensão, em consonância com a melhora dos números do comércio varejista. Nossa expectativa é que o recuo nas taxas de juros sobre operações de crédito para pessoa física, derivado do atual ciclo de afrouxamento monetário, contribua para reduzir o comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida, o que poderá sustentar a retomada do consumo também em 2018. [\(Seção 1\)](#)

2. Nas sondagens de confiança, os índices de empresas e consumidores, após divergirem nos últimos dois meses, agora seguem juntos na direção de um caminho mais promissor, como mostram os números de setembro. Outro ponto positivo é a diminuição da distância entre os índices de expectativas (IE) e os indicadores que medem a situação atual (ISA) dos empresários. Contudo, se essa tendência parece mais clara para as empresas, o mesmo movimento ainda não é tão evidente para os consumidores. Com a melhora das perspectivas de contratação empresarial, percepção mais favorável do mercado de trabalho pelos consumidores e redução de incerteza é

provável que a tão esperada recuperação da confiança dos consumidores ocorra de forma mais pronunciada nos próximos meses. [\(Seção 2\)](#)

3. Em consonância com a retomada da economia, o desempenho do mercado de trabalho também tem superado as expectativas. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) caiu pelo quinto mês consecutivo em 2017. A melhora do mercado de trabalho, no entanto, não parece estar restrita à retomada do emprego. A comparação entre a trajetória do salário médio de pessoas que entram no mercado formal de trabalho (admitidos) e a de pessoas que saem (desligados), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED), mostra desde o início do ano uma clara expansão, tanto do salário médio dos admitidos quanto dos desligados. Esses sinais sugerem que estamos passando por um período de recuperação não apenas do emprego, mas também da renda dos trabalhadores. [\(Seção 3\)](#)

4. Em termos de inflação ao consumidor, as notícias também continuam animadoras, ainda que os preços ao produtor já apontem para uma aceleração da taxa inflacionária, o que ainda é pouco evidente no IPCA. Quatro grupos de itens pertencentes ao IPA-DI, cujos pesos somam quase 50% do índice, apresentaram avanços significativos entre agosto e setembro. São eles: alimentos *in natura*, de -5,41% para -2,00%; materiais para a manufatura, de -0,73% para 0,98%; derivados de petróleo, de 3,39% para 6,83%; e matérias-primas agropecuárias, de -1,30% para 1,13%. Embora nem todas essas pressões venham a ser transmitidas aos IPCs, parte delas já se faz sentir, por exemplo, no segmento *in natura* dos preços da alimentação no domicílio. [\(Seção 4\)](#)

5. Sobre a política monetária, nosso analista discute o que levou à queda dos juros reais longos; em especial, até que ponto essa se deveu à redução da percepção de risco ou à queda dos juros reais de prazo curto, que recentemente caíram para cerca de 3% a.a. É pouco provável que os juros longos cedam ainda mais por conta da redução dos juros curtos, já que o próprio Banco Central tem assinalado que, em seu estágio atual, a política monetária já estimula a economia. A conclusão é que, daqui por diante, a queda adicional dos juros reais longos dependerá fundamentalmente da evolução do risco. Nosso analista destaca que o componente externo desse risco não está sob o controle das autoridades. É sobre o componente doméstico que nossos governantes precisam agir, promovendo as reformas e os ajustes fiscais de que o país precisa. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção dedicada à política fiscal, o tema é a tentativa do governo federal de frear a acelerada expansão da dívida pública mediante a devolução antecipada dos créditos mantidos junto ao BNDES. Em 2016, foram devolvidos R\$ 100 bilhões, este ano R\$ 50 bi, e a expectativa do governo para 2018 é de mais R\$ 130 bilhões, embora a viabilidade dessa última operação seja mais incerta. De qualquer forma, devolvidos os R\$ 130 bilhões em 2018, terão sido transferidos R\$ 280 bilhões em liquidações desde 2016. As devoluções do BNDES, em conjunto com a melhora da economia, o volume das receitas não recorrentes e a redução dos juros, servirão para garantir estabilidade até 2018 do nível da dívida bruta, que deve se manter próxima de 74% do PIB. [\(Seção 6\)](#)

7. Na análise do setor externo brasileiro, o Boletim destaca que o ano de 2017 irá marcar um novo recorde na série histórica da balança comercial. Até setembro, o saldo acumulado no valor de US\$ 53,3 bilhões já superava o recorde anterior de US\$ 48 bilhões registrado em 2016, de maneira que um superávit ao redor de US\$ 68 bilhões para 2017 é uma previsão factível. A China contribuiu com 39% do aumento das exportações entre janeiro e setembro de 2016 e 2017, vindo

em seguida a Argentina (12%) e os Estados Unidos (11%). Nossa dependência do mercado chinês se dá pela via das *commodities*: 83% das vendas para esse mercado consistem de soja em grão, minério de ferro e petróleo bruto. Nesse contexto, preocupam as projeções do FMI para 2018, que apontam um cenário pessimista para esses produtos: queda de 0,2% no preço do petróleo e de 0,5% para demais *commodities*. Mantido o atual cenário cambial e a expectativa de um crescimento mais elevado do PIB para 2018, as importações deverão crescer, de forma que o saldo comercial deverá recuar no próximo ano. [\(Seção 7\)](#)

8. O Panorama Internacional desta edição do Boletim enfoca o intrigante fenômeno de inflação branda conjugada com um mercado de trabalho muito apertado nos Estados Unidos. Vá entender! Os últimos cálculos da taxa neutra de juros americana, segundo a metodologia de Williams, indicam que ela se encontra na casa de -0,5%. Ou seja, com a política monetária praticada hoje (uma taxa básica de juros real casa de -1%, produzida por uma *Fed Funds* de 0,75% e uma expectativa de inflação de 1,7% para o último trimestre de 2017), estamos a duas subidas de 0,25pp para que o juro praticado seja neutro, segundo a última estimativa de Williams. Se nada de novo acontecer com a inflação, a aposta de nosso analista é que haverá só mais duas subidas dos *Fed Funds* à frente, de 0,25pp cada, em dezembro e em meados de 2018, e depois o Fed ficará à espera da inflação, praticando juro neutro. [\(Seção 8\)](#)

9. Finalmente, a seção Em Foco, de autoria de Livio Ribeiro, discute detalhadamente as perspectivas políticas e institucionais chinesas com a convocação de um novo Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês (PCC), que ocorre de cinco em cinco anos. O 19º Congresso Nacional do PCC abrirá seus trabalhos na última semana de outubro, e dará início a um processo gradual e abrangente de mudança nas mais elevadas instâncias do PCC (inclusive o Comitê Permanente do Politburo), com implicações diretas não só sobre a administração pública como, potencialmente, sobre as diretrizes a serem perseguidas adiante. A novidade a ser observada daqui para frente é um eventual impulso na agenda de aumento da eficiência, o que passa pelo melhor uso dos recursos financeiros, dos gastos fiscais e dos fatores produtivos. [\(Seção 9\)](#)

Armando Castelar Pinheiro, Silvia Matos e Julio Mereb

1. Atividade Econômica

Alívio financeiro das famílias deve continuar sustentando o consumo ao longo de 2018

Em agosto, os indicadores de atividade econômica, indústria e varejo tiveram desempenho aquém das expectativas do mercado, mas mantiveram números benignos que reforçam as projeções de crescimento positivo para o PIB no terceiro trimestre. Nossa projeção, em particular, contempla alta de 0,3% TsT (1,5% AsA) para o terceiro trimestre. Excluindo as atividades agropecuárias – que devem, na margem, contribuir negativamente para o PIB –, o desempenho do PIB deve ser ainda mais expressivo, com crescimento de 1,1% TsT (1,0% AsA) (Tabela 1). A projeção de crescimento de 2017, por sua vez, permanece em 0,8% ao passo que, para 2018, foi revisada de 2,4% para 2,5%. O Monitor do PIB-IBRE/FGV de agosto, por sua vez, registrou crescimento de 0,2% MsM (2,0% AsA).

Uma das dúvidas que ainda cercam as perspectivas de recuperação da economia em 2018 é a capacidade de o comércio varejista e, em especial, o consumo das famílias manterem taxas de crescimento robustas quando o impulso proporcionado pelo saque dos recursos do FGTS se esgotar. De fato, o indicador de condições financeiras (Gráfico 1), que já se encontra na zona de flexibilidade (negativa), sugere que há fatores estruturais, e não apenas pontuais, apoiando o melhor desempenho do comércio varejista.¹ O crédito para pessoas físicas, em particular, vem apresentando recuperação gradual e consistente, ao mesmo tempo em que o processo de desalavancagem das famílias continua em curso. A deflação de itens ligados à alimentação domiciliar também está contribuindo para a melhora da percepção de poder de compra das famílias. Embora não se espere uma nova deflação no preço dos alimentos ao longo do ano que vem, a inflação ainda deverá permanecer muito baixa em comparação com o passado recente.

Além da dinâmica inflacionária favorável, o ciclo de queda da taxa básica de juros também poderá impactar positivamente o orçamento das famílias, ampliando a parcela da renda passível de ser alocada em despesas de consumo. Se a Selic encerrar o ciclo de afrouxamento monetário em

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2017.III (TsT)	2017.III (AsA)	2017
Consumo das Famílias	0,7%	1,9%	0,9%
Consumo do Governo	0,6%	-1,0%	-1,3%
Investimento	0,4%	-2,0%	-3,1%
Exportação	5,8%	10,7%	7,7%
Importação	7,2%	6,1%	5,0%
PIB	0,3%	1,5%	0,8%
Agropecuária	-3,1%	11,4%	12,6%
Indústria	0,9%	0,6%	-0,2%
Extrativa	1,5%	4,6%	7,1%
Transformação	1,6%	2,8%	1,1%
Construção Civil	-0,2%	-5,0%	-5,2%
Eletricidade e Outros	-0,2%	0,5%	1,5%
Serviços	0,4%	0,7%	0,0%

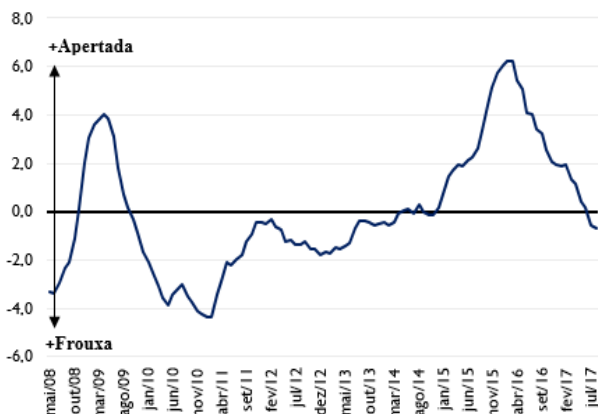
Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

¹ O indicador de condições financeiras é obtido pela 1ª componente principal de um conjunto de variáveis ligadas a crédito para pessoas físicas, endividamento das famílias e taxa real de juros, bem como indicadores da sondagem do consumidor da FGV/IBRE e prêmios de risco soberano (EMBI/CDS).

7,00% a.a. no fim deste ano e manter este patamar até o final de 2018, prevemos um recuo da taxa de juros sobre os empréstimos para pessoa física (PF) de até 7 pp em comparação aos patamares atuais (36% a.a.) até o fim do próximo ano. Combinado com um crescimento moderado tanto do saldo das operações de crédito para PF quanto da massa salarial ampliada ao longo de 2018, o comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida tem potencial para cair até 2 pp em relação ao nível atual (21%) (Gráfico 2). Se esse cenário se concretizar, o alívio financeiro das famílias pode fazer com que o consumo continue liderando o processo de retomada da economia em 2018, com crescimento de 2,3%. Quanto à retomada do investimento, o grau de incerteza é bem maior, embora também já se observem sinais positivos em alguns indicadores importantes. Por exemplo, o *quantum* de importações de bens de capital registrou em setembro mais uma alta expressiva (41%) em sequência ao resultado de agosto (8%), o que deve ter impulsionado o investimento no terceiro trimestre.

Com esse cenário delineado, nossa expectativa é de que a economia brasileira cresça 0,8% em 2017 e 2,5% em 2018, contando com impactos defasados do ciclo de queda da taxa básica de juros e do patamar bem-comportado do câmbio, influenciado pela distensão dos prêmios de risco-país e do ambiente externo extremamente benigno. As incertezas que permanecem no atual cenário são o pleito eleitoral do ano que vem e a continuidade da agenda de reformas fiscais.

Gráfico 1: Indicador de Condições Financeiras das Famílias



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: Comprometimento da Renda das Famílias: Serviço da Dívida (%)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

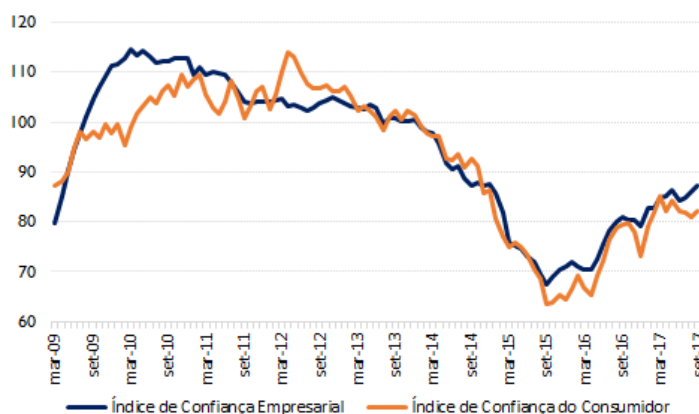
Cenário mais promissor

Os índices de confiança de empresas e consumidores, após divergirem nos últimos dois meses, seguem na direção de um caminho mais promissor, como mostram os números de setembro, comentados nesta seção do Boletim Macro Ibre. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) retorna ao patamar de dezembro de 2014, enquanto o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) interrompe uma sequência de três quedas consecutivas, recuperando parte das perdas sofridas com a crise política.

Algumas das condições necessárias para a retomada do crescimento aparecem de forma mais evidente, sinalizando uma recuperação econômica mais efetiva no momento. Entre elas, conforme podemos observar no Gráfico 4, o desenho cíclico do índice de confiança empresarial, quando comparado com a variação interanual do PIB, indica a continuidade da aceleração do crescimento econômico, ainda que modesto e sujeito ao risco de choques de incerteza.

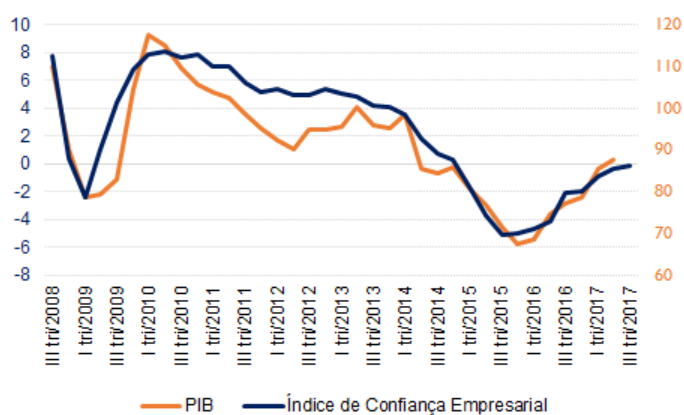
Outro ponto positivo é a diminuição da distância entre os índices de expectativas (IE) e os indicadores que medem a situação atual (ISA) dos empresários, o que se dá de forma virtuosa – ou seja, pelo maior crescimento dos indicadores da situação atual, o que ocorre geralmente em saídas de recessão. Contudo, se essa tendência parece mais clara para as empresas, o mesmo movimento ainda não é tão evidente para os consumidores, que mantêm uma grande diferença entre suas avaliações e perspectivas.

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



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 4: Índices de Confiança Empresarial e PIB
(Dados do ICE padronizados e dessazonalizados e PIB variação interanual)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Alguns indicadores da Sondagem da Indústria contribuem para nossa análise mais favorável. Os estoques, com níveis próximos aos do período pré-crise, e o aumento gradual da demanda interna formam uma combinação ideal para a retomada dos negócios no setor. A recuperação da demanda interna vem sendo influenciada pelos segmentos de bens duráveis, intermediários, de capital e material para construção.

As boas notícias aparecem em outros setores. Alguns de maneira mais concentrada, como a Construção, que apresenta recuperação principalmente em segmentos com maior percentual de empresas vinculadas aos programas MCMV e PAC. Ou, de forma mais disseminada, como no setor de serviços, mesmo considerando altos níveis de ociosidade.

O Comércio, por sua vez, teve grande influência na alta da confiança em setembro. O que poderia de alguma forma ser contraditório, se considerarmos que o ímpeto de compras de bens duráveis ainda não se recuperou e que o consumidor continua bastante cauteloso. Uma possível explicação para essa contradição é que parte do consumo foi estimulada pelo ambiente econômico mais favorável – inflação, juros e liberação de recursos de FGTS – e outra parte pelo ciclo de consumo de duráveis, ou seja, um consumo não planejado gerado pela depreciação de produtos com o tempo.

Com melhora das perspectivas de contratação empresarial, percepção mais favorável do mercado de trabalho pelos consumidores e redução de incerteza é provável que a tão esperada recuperação da confiança dos consumidores ocorra de forma mais sustentável nos próximos meses, garantindo assim a retroalimentação da economia.

Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

Mercado de trabalho ganha fôlego

Os últimos resultados do mercado de trabalho brasileiro revelam continuidade na trajetória de alta do emprego. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) caiu para 12,6% em agosto, contra 12,8% em julho. Trata-se da quinta queda consecutiva do indicador em 2017. Os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) reforçam os sinais de melhora no emprego, ao apresentarem em agosto geração líquida de 35,4 mil vagas. O resultado de agosto é muito semelhante ao de julho, de 35,9 mil vagas. A combinação dos números favoráveis do CAGED com os dados positivos da PNADC confirma o crescente dinamismo do mercado de trabalho brasileiro ao longo de 2017.

A melhora do mercado de trabalho não parece estar restrita apenas à retomada do emprego. O Gráfico 5 apresenta uma comparação entre a trajetória do salário médio de pessoas que entram no mercado de trabalho (admitidos) e a de pessoas que saem (desligados). Há, desde o início do ano, uma clara expansão tanto do salário médio dos admitidos quanto dos desligados. Em geral, esse crescimento nos rendimentos de admitidos e desligados está relacionado com períodos de aquecimento do mercado de trabalho e, conseqüentemente, com momentos em que ocorre uma

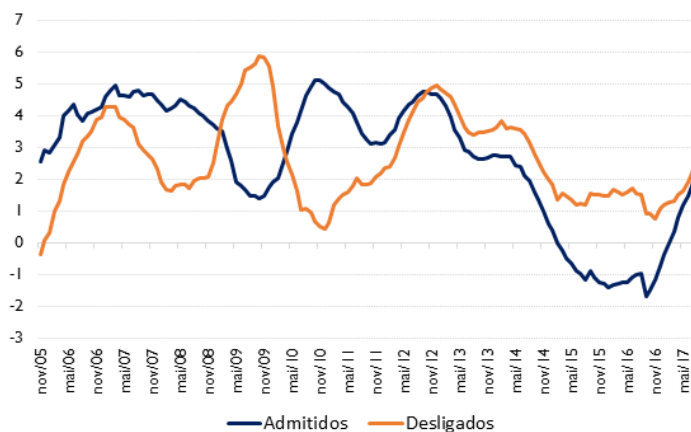
valorização do salário médio da economia. Portanto, esses sinais sugerem que estamos passando por um período de recuperação não apenas do emprego, mas também da renda dos trabalhadores.

Outro importante indício de aquecimento do mercado de trabalho pode ser encontrado no Gráfico 6. Nele, observamos a trajetória do estoque de empregos retratada pelo CAGED e da População Ocupada (PO), ambos medidos em variação interanual. Destaca-se nesse gráfico que o crescimento interanual da PO se situa em terreno positivo desde julho deste ano, algo que não ocorria desde agosto de 2015. Nota-se também um crescimento gradual e constante no estoque de emprego formal do CAGED ao longo de 2017, que se dá de forma menos acelerada do que o da PO.

Por fim, os dados recentes de emprego sinalizam não somente melhorias quantitativas do mercado de trabalho, como também melhoras qualitativas, como podemos verificar na Tabela 2. Nela, observamos, em julho e agosto de 2017, uma aceleração do crescimento interanual da PO total, que foi impulsionada mais pela PO com carteira assinada do que pela PO sem carteira. Em contraste, entre abril e junho de 2017, observava-se o reverso dessa relação. Nesse período precedente, constatava-se uma dinâmica de crescimento da PO total impulsionada mais pelo dinamismo da PO sem carteira assinada do que pela PO com carteira.

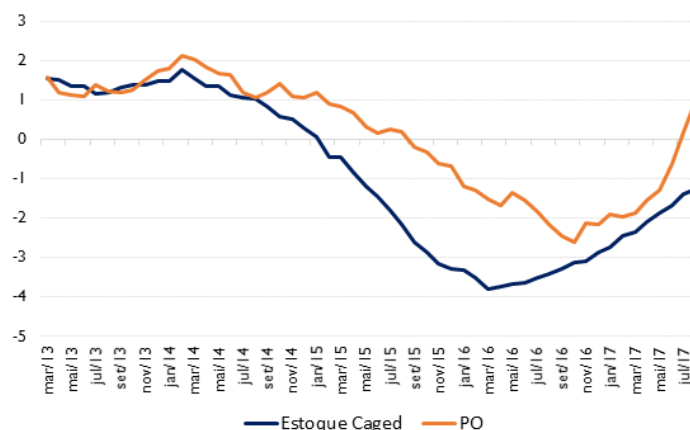
O mercado de trabalho tem apresentado nos últimos meses uma recuperação generalizada, tanto em

Gráfico 5: Evolução do Salário Real
(Variação 12 MM x 12 MM, em %)



Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 6: Evolução do Emprego (Variação AsA, em %)



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

Tabela 2: Variação da Taxa de Crescimento da População Ocupada (em pp)*

	PO com carteira	PO sem carteira	PO total
abr-jun/17	0,2	1,1	0,5
jul-ago/17	0,7	-0,2	0,8

*Valores calculados a partir da diferença, em pontos percentuais, entre a taxa de crescimento interanual do período corrente e a taxa de crescimento interanual. Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

termos qualitativos quanto quantitativos. Espera-se que esse ciclo de retomada se mantenha ao longo de 2017 e 2018, em meio à gradual recuperação da economia. É importante ressaltar, contudo, que o atual ritmo de recuperação do emprego não será suficiente para reduzir a taxa de desemprego de forma mais acentuada. Estimam-se taxas médias de desemprego para os 4º trimestres de 2017 e 2018 em 11,9% e 11,5%, respectivamente. Quedas mais consistentes do desemprego, capazes de produzir uma reversão até níveis observados no período pré-crise, dependerão de crescimento mais expressivo da atividade.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

Vai deixar saudade

A tênue aceleração do IPCA de setembro assinala o início do inevitável retorno da inflação a níveis mais elevados do que os vigentes desde o fim do primeiro semestre. A taxa acumulada em 12 meses até agosto, de 2,46%, foi a menor em quase 20 anos. Mesmo com os 2,54% de setembro, a inflação brasileira está abaixo da colombiana, da coreana e até da inglesa. Por mais que se soubesse que taxas dessa magnitude no Brasil seriam passageiras, a longa sequência de surpresas, em que, por quase um ano, as previsões de analistas qualificados ficaram sistematicamente acima das taxas calculadas pelo IBGE, deu lugar à impressão de que pudesse haver algo de mais duradouro nessa desaceleração.

Se a inversão de trajetória é ainda pouco evidente no IPCA, no âmbito dos preços ao produtor a aceleração é indiscutível. Quatro grupos de itens pertencentes ao IPA-DI, cujos pesos somados correspondem a quase 50% do índice, apresentaram avanços significativos entre agosto e setembro. São eles: alimentos *in natura*, de -5,41% para -2,00%; materiais para a manufatura, de -0,73% para 0,98%; derivados de petróleo, de 3,39% para 6,83%; e matérias-primas agropecuárias, de -1,30% para 1,13%.

Embora nem todas essas pressões venham a ser transmitidas aos IPCs, parte delas já se faz sentir. Os preços da alimentação no domicílio, despesa que compromete cerca de 16% do orçamento familiar, após recuo de 5,33% nos últimos 12 meses, começam o mês de outubro em elevação. Segundo o Monitor da Inflação, calculado pelo Ibre/FGV, esse grupo de produtos apresenta acréscimo de 0,63% na apuração “ponta” do dia 10. É importante que se diga que o movimento de alta não é generalizado, sendo liderado pelos alimentos *in natura*. Não são esperados aumentos de grande magnitude, uma vez que os efeitos sazonais típicos dos meses mais quentes estão por ora se manifestando de forma branda, reduzindo o risco de ocorrência (e o rigor) de choques nos preços dos alimentos. Com tamanha queda acumulada e poucas chances de ocorrerem problemas de oferta neste último trimestre, os alimentos não devem provocar revisões na estimativa de inflação do ano.

Mas se por aqui o clima não vem impondo desafios, em outras partes do mundo a situação é diferente. Os furacões que atingiram os EUA afetaram os preços do petróleo com imediata consequência sobre os derivados, fato que orientou as correções mais recentes feitas pela

Petrobrás no GLP, gasolina e óleo diesel. No IPCA de setembro, os preços dos dois primeiros combustíveis avançaram, respectivamente, 4,8% e 2,2%. Já o diesel, pelo IPA-DI, subiu 10,83%. Os aumentos desses combustíveis ao consumidor adicionaram 0,15 ponto percentual ao IPCA, justificando parte da distância que se formou entre a expectativa média do mercado para a inflação de setembro, que era de 0,08%, e o resultado oficial, de 0,16%.

A inflação acima da expectativa em setembro deu origem a um pequeno ajuste do percentual esperado para 2017. Esse efeito deve se acentuar com as novas pressões previstas para os preços administrados em outubro, a começar pela energia elétrica. O auge do período de estiagem no Brasil provocou a mudança de cor da bandeira tarifária, que passou de amarela para vermelha patamar 2. Além disso, o preço do GLP sofreu outro reajuste em outubro, agora de 12,9%. Considerando tais influências e a aceleração em curso dos preços dos alimentos, o IPCA do mês poderá chegar a 0,45%.

Se esta estimativa for confirmada, a taxa em 12 meses do índice oficial avançará para 2,73%, deixando mais nítido o desenho ascendente da inflação. Uma questão ainda em aberto, mas que já desfrutou de maior consenso, é se o número deste ano será inferior a 3%. Para que isso ocorra, as taxas de novembro e dezembro deverão ser em média de 0,37%. A conferir.

Ao longo de 2018, a taxa deverá prosseguir em elevação, à medida que a deflação dos alimentos vá se esgotando. Estimativas iniciais dão conta de que, no fim do ano, a taxa estará ao redor de 4%, pouca coisa acima do que registram no momento as medidas mais usadas de núcleos. Pelo que se vê, o aumento da taxa inflacionária nos meses à frente não representa risco de descumprimento da meta estabelecida para 2018, ainda de 4,5%. A fase de taxas inferiores a 3% contribuiu para que a inércia cedesse, um ganho duradouro. Mas, por enquanto, como há 20 anos, foi um momento que passou.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Juros longos e política monetária

Em qualquer economia, o comportamento dos juros reais de prazos longos costuma ser acompanhado com interesse por agentes econômicos, de modo geral, e por formuladores de política econômica. Empresários, por exemplo, anseiam sempre por juros reais baixos, pois isto tende a estimular seus negócios. Banqueiros centrais, por sua vez, pilotam a política monetária de olho nos juros longos, pois são estes que influenciam diretamente a atividade econômica e a inflação.

Nos dois últimos anos, os juros reais de prazo longo cederam expressivamente. Considerando-se as cotações dos papéis do Tesouro (2050), chamadas NTN-B, nota-se que as taxas caíram de um patamar superior a 7,5% ao ano no final de 2015 para cerca de 5,1% nos dias correntes (Gráfico 7). No mesmo período, medida pelo CDS-5, a percepção de risco país também caiu. De mais de 500 pontos no final de 2016, o risco recuou para cerca de 180 pontos.

Existiria razão para imaginar que a percepção de risco e os juros reais longos sejam variáveis correlacionadas? Certamente sim. Quando o risco se eleva, a demanda por ativos nacionais se contrai e os juros são ajustados para cima. Quando o risco cai, ocorre o oposto.

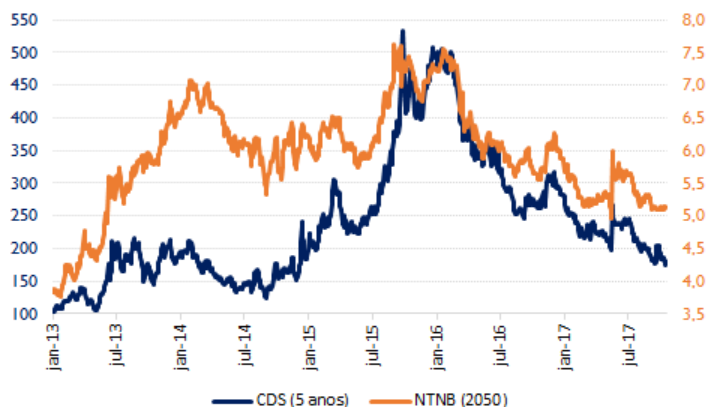
No mesmo gráfico nota-se que, do final do primeiro semestre de 2013 até o começo de 2014, a taxa real de juros do papel de 2050 experimentou alta expressiva, passando de 4,5% a 7,0%

sem que a isto correspondesse movimento semelhante da medida de risco. Isso sugere que os juros reais dependem também de outras variáveis, e não apenas do risco.

O Gráfico 8 mostra que os juros reais de curto prazo, determinados, em essência, pelo Banco Central, aparentemente ajudam a explicar o comportamento dos juros reais longos. No gráfico, os juros reais de curto prazo estão representados pela taxa do *swap* 360, deflacionada pela projeção de inflação 12 meses adiante (Focus). Nesse caso, a correlação entre as variáveis deriva das forças de arbitragem entre operações financeiras de diferentes prazos. O que acontece nos horizontes mais curtos de tempo (na esteira de ações do BC) de algum modo propaga-se para prazos mais extensos. Lembre-se que foi exatamente em 2013 que o BC começou a reverter a política de afrouxamento monetário iniciada em 2011. Tal reversão envolveu elevar a taxa Selic de 7,25% a 14,25% em 28 meses. Esse ajuste concorreu para a mencionada alta dos juros longos.

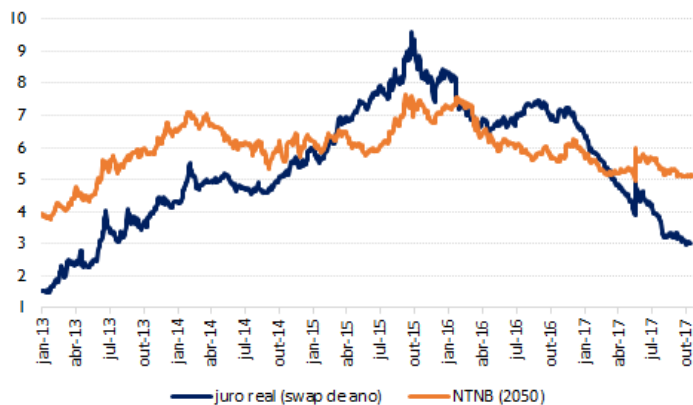
De volta ao período mais recente, parece razoável supor que a queda dos juros reais longos, a que de início nos referimos, sofreu influência tanto da redução do risco quanto da queda dos juros reais de prazo curto, que recentemente atingiram cerca de 3% a.a. É pouco provável que essa taxa ceda ainda mais. Isto significa que dificilmente o BC poderá fazer mais do que já fez para reduzir as taxas longas de juros. O próprio BC tem assinalado que, em seu estágio atual, a política monetária estimula a economia, equivalente a dizer que não será assim por muito mais tempo.

Gráfico 7: CDS - 5 Anos (em pontos) e NTNB 2050 (%)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 8: Juro Real e NTNB 2050 (%)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

Em conclusão, daqui por diante, queda adicional dos juros reais longos dependerá fundamentalmente da evolução do risco. Há um componente desse risco (o que tem a ver com fatores externos) sobre o qual nada se pode fazer. É sobre o componente doméstico que nossos governantes precisam agir, promovendo as reformas e os ajustes fiscais de que o país precisa, para termos chance de viver com juros reais mais civilizados no futuro.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Toma lá, dá cá: O impacto da devolução de R\$ 180 bilhões do BNDES

Na tentativa de frear a acelerada expansão da dívida pública, o governo federal solicitou a devolução antecipada dos créditos que ele mantinha junto ao BNDES. Em 2016, foram devolvidos R\$ 100 bilhões, este ano R\$ 50 bi e a expectativa do governo para 2018 é de mais R\$ 130 bilhões.

Não é novidade que nos últimos anos o governo federal ampliou muito o volume de recursos concedidos ao BNDES. Até início de 2008, os créditos mantidos junto ao banco não chegavam a 1% do PIB. A partir de outubro de 2008, não só ultrapassaram essa marca, como em apenas dois anos alcançaram 6,2% do PIB!

E, mesmo após a crise global de 2008/09, os créditos ao BNDES continuaram a subir. O nível recorde foi verificado em novembro de 2015, quando os créditos do Tesouro junto ao BNDES alcançaram 8,8% do PIB. O histórico das capitalizações e devoluções pode ser visto na Tabela 3.

Os empréstimos ao BNDES exerceram um papel importante no cumprimento das metas de primário nos anos posteriores à crise global 2008/09. Como banco público exercendo o papel de agente do governo para operações fiscais atípicas, o BNDES captou recursos à custa de emissão de títulos públicos, e a partir deles gerou receitas primárias por meio do elevado pagamento de dividendos.

Se antes o problema era o cumprimento do primário, hoje o desafio é muito maior e está esbarrando na dívida pública. A dívida bruta do governo geral cresceu abruptamente no período recente, sinalizando uma situação de insustentabilidade. Os resultados primários estão deteriorados e, apesar de os juros terem diminuído, a dívida continua a subir.

Assim, na tentativa de reduzir o nível da dívida bruta, o governo tem solicitado antecipadamente a liquidação de parte dos empréstimos realizados ao BNDES. Dessa maneira, em dezembro de 2016 houve devolução de R\$ 100 bilhões, o que contribuiu para uma redução de cerca de 1,6% do PIB da dívida bruta em 2016. Este ano já foram devolvidos R\$ 33 bilhões no final de setembro, e a expectativa é que ao final de 2017 a liquidação seja de R\$ 50 bi. Para 2018 ainda é incerto, mas o governo tem trabalhado com a hipótese de que sejam devolvidos mais R\$ 130 bilhões, totalizando R\$ 280 bilhões de liquidações desde 2016.

As devoluções do BNDES, a melhora da economia (com consequentes impactos na arrecadação), o volume das receitas não recorrentes para este ano e o próximo e a redução dos juros servirão para trazer estabilidade até 2018 no nível da dívida bruta, que deve ficar próximo de 74% do PIB.

Entretanto, se em 2018 o problema de crescimento da dívida parecer estar equacionado, em 2019 será retomado o desafio, pois as receitas extraordinárias vão diminuir, e provavelmente não haverá mais antecipações do BNDES.

Tabela 3: Haveres da União junto ao BNDES

Contrato ¹	Lei nº	Saldo em 31/08/2017 (em R\$)	Data Contrato	Indexador
CT544/PGFN/CAF	11.943/2009	2.211.067.534	21/06/2010	DÓLAR + Libor
CT577/PGFN/CAF	12.397/2011	-	27/09/2010	TJLP
CT590/PGFN/CAF	11.943/2009	1.381.917.209	15/12/2010	DÓLAR + Libor
CT619/PGFN/CAF	12.397/2011	-	15/03/2011	TJLP
CT652/PGFN/CAF	12.453/2011	-	14/06/2011	TJLP
CT703/PGFN/CAF	12.453/2011	14.798.073.101	15/12/2011	TJLP
CT738/PGFN/CAF	12.453/2011	12.279.260.415	21/06/2012	TJLP
CT755/PGFN/CAF	12.453/2011	24.275.718.324	15/10/2012	TJLP
CT807/PGFN/CAF	12.453/2011	18.076.659.550	28/12/2012	TJLP
CT845/PGFN/CAF	12.249/2010	2.530.639.310	09/05/2013	TJLP/US\$
CT867/PGFN/CAF	12.872/2013	14.999.999.928	28/06/2013	-2
CT896/PGFN/CAF	12.872/2013	-	17/09/2013	TJLP
CT895/PGFN/CAF	12.872/2013	-	17/09/2013	DÓLAR + 4,47%
CT897/PGFN/CAF	12.872/2013	-	17/09/2013	DÓLAR + 4,47%
CT904/PGFN/CAF	12.979/2014	30.347.575.278	05/12/2013	TJLP
CT922/PGFN/CAF	12.872/2013	225.005.273.955	14/03/2014	TJLP
CT923/PGFN/CAF	12.872/2013	17.231.845.056	14/03/2014	TJLP
CT962/PGFN/CAF	13.000/2014	36.920.042.418	24/06/2014	TJLP
CT964/PGFN/CAF	12.833/2013	6.807.216.458	24/06/2014	-2
CT963/PGFN/CAF	12.833/2013	8.731.759.334	24/06/2014	-2
CT1017/PGFN/CAF	13.126/2015	36.049.812.055	16/12/2014	TJLP
CT1018/PGFN/CAF	13.043/2014	5.000.000.000	22/12/2014	-2
Total		456.646.859.924		

(1) Ao longo do exercício de 2016 foram liquidados seis contratos, quais sejam: 896/PGFN/CAF, 895/PGFN/CAF, 897/PGFN/CAF, 652/PGFN/CAF, 619/PGFN/CAF e 577/PGFN/CAF. Além desses, foi amortizado o contrato 703/PGFN/CAF. No total, as liquidações somadas atingiram o montante de R\$ 113,22 bilhões.

(2) Os Contratos nº 867, 963, 964 e 1018 são caracterizados como Instrumento Elegível a Capital Principal, não preveem a atualização monetária e a incidência de juros se dá conforme o rendimento anual dos dividendos apurados pelo BNDES e de acordo com fórmulas previstas contratualmente.

Fonte: Dados elaborados pela STN/COFIS, posição agosto/2017. Elaboração: IBRE/FGV.

7. Setor Externo

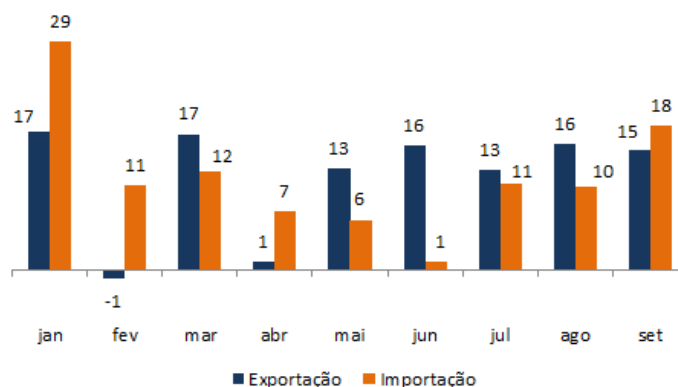
Aumenta a dependência do Brasil das exportações para a China

O ano de 2017 irá marcar um novo recorde na série histórica da balança comercial. Até setembro, o saldo acumulado no valor de US\$ 53,3 bilhões já superava o recorde anterior de US\$ 48 bilhões registrado em 2016. Logo, um superávit ao redor de US\$ 68 bilhões para 2017 é uma previsão factível. Como já assinalado em Boletins anteriores, a novidade do superávit de 2017 é que o saldo positivo vem acompanhado de um aumento tanto das exportações como das importações, o que não ocorreu nos dois anos anteriores. Em valor, as exportações aumentaram 18% e as importações 7,9% entre jan-set 2016/jan-set 2017. Em termos de volume, exportações e importações crescem mensalmente acima de 10% em relação ao mesmo período do ano anterior (Gráfico 9), desde julho. E, na comparação do acumulado do ano até setembro entre 2016 e 2017, o volume exportado aumentou 11,7% e o importado, 11,4%. O que explica o aumento dos fluxos comerciais?

A China contribuiu em 39%, seguida da Argentina (12%) e dos Estados Unidos (11%) para o aumento das exportações entre jan-set 2016/17. Com esses resultados, a participação da China nas exportações (23%) supera a das principais regiões de destino das vendas brasileiras, como a América Latina (19%) e a União Europeia (16%) e se distancia do segundo principal mercado nacional, os Estados Unidos (12%) – Gráfico 10. Do total exportado para a América Latina, 42% vai para a Argentina.

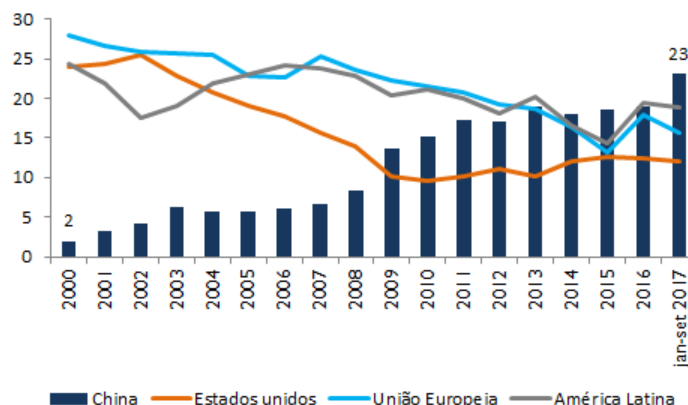
A dependência do mercado chinês é a dependência das *commodities*, pois 83% das vendas para este mercado são explicadas por soja em grão, minério de ferro e petróleo bruto. O índice FGV/IBRE da cesta de *commodities* exportadas pelo Brasil registrou aumento no volume de 8,3% e de 19,5% nos preços entre o acumulado

Gráfico 9: Variação (%) Mensal dos Índices de Volume de Exportação e Importação



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

Gráfico 10: Participação (%) dos Países e/ou Regiões nas Exportações Brasileiras



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

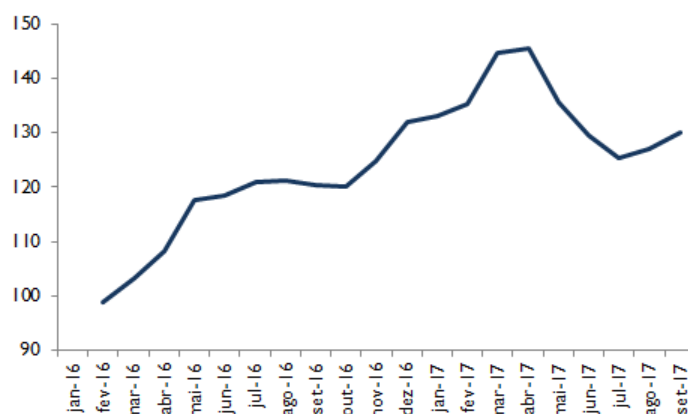
no ano até setembro 2016/17. E, como mostra o Gráfico 11, após alcançarem um pico em abril de 2017, os preços se desaceleraram, mas voltaram a crescer em julho. Esse comportamento é explicado principalmente pelo minério de ferro, cujo preço cresceu 158% entre janeiro de 2016 e abril de 2017, desacelerou-se e voltou a crescer, mas a taxas menores que as registradas no início do ano (Gráfico 12).

A China explicou 74% das exportações de soja, 54% de minério de ferro e 43% de petróleo – os três principais produtos exportados pelo Brasil (jan-set 2017). A última projeção do FMI para a China em 2018 é de crescimento de 6,5%, um recuo pequeno em relação ao estimado para 2017 (6,8%). O comércio mundial se desacelera, mas pouco, saindo de 4,2% (2016) para 4% (2017). Logo, em termos da demanda, seja da China ou do mundo, o cenário externo é favorável, mas sem melhora em relação ao de 2017. Estados Unidos e União Europeia também irão registrar um pequeno recuo: de 2,2% para 2% (EUA) e de 2,3% para 2,1% (UE).

Observa-se que, dada a composição da pauta brasileira, o comportamento dos preços das *commodities* é um dos principais determinantes para o dinamismo das exportações. Nesse contexto, as projeções do FMI para 2018 apontam um cenário pessimista: queda de 0,2% no preço do petróleo e de 0,5% para demais *commodities*. Logo, mesmo que em termos de volume o comércio possa se manter, a queda nos preços das *commodities* irá contribuir para redução em valor do saldo comercial.

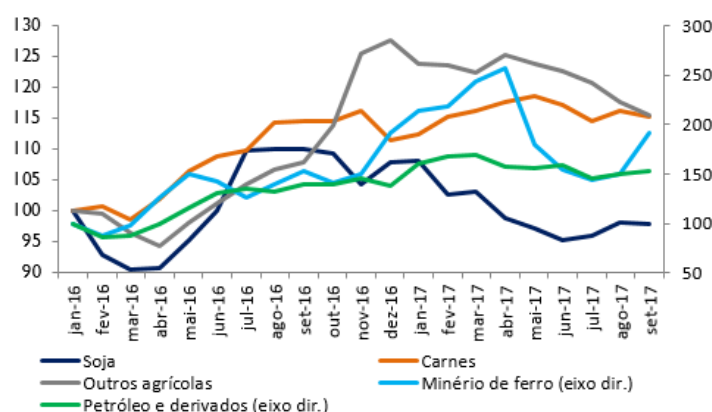
O bom desempenho das exportações para a Argentina, que registraram aumento de 35% entre o acumulado até setembro (2016/17), e para outros parceiros sul-americanos e latino-americanos não poderá compensar uma possível perda em valor das exportações? As projeções são de um aumento no crescimento desses países, mas não se espera repetir os mesmos resultados de 2017, que foram influenciados pelas vendas de automóveis, com as seguintes taxas de aumento no

Gráfico 11: Índice de Preços das Commodities Exportadas FGV/IBRE



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

Gráfico 12: Índice de Preços dos Principais Grupos de Commodities Exportadas



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

acumulado até setembro 2016/17: Argentina (42%); Peru (300%); México (95%); Chile (157%); Colômbia (82%); Uruguai (98%); e Paraguai (124%).

Os automóveis representaram 3% das exportações e o trio das *commodities* (soja, minério e petróleo), 31%, no período de jan-set 2017.

Nas importações, os dados para a indústria de transformação mostram aceleração no volume importado, que cresceu 23% na comparação entre setembro de 2016/17. Destacam-se as importações de bens de capital (70%) e bens intermediários para a indústria (22%), segundo o ICOMEX (Índices de Comércio Exterior FGV/IBRE), o que indica recuperação do nível de atividade. Ressalta-se que o resultado para bens de capital é explicado por compras de aviões e equipamentos de transporte industrial. No acumulado do ano até setembro (2016/2017), porém, o resultado para bens de capital é negativo (queda de 7,8%) e positivo para bens intermediários (17%).

Mantido o atual cenário cambial e a expectativa de um crescimento mais elevado do PIB para 2018, as importações deverão crescer e, de acordo com nossa análise sobre a dependência da China para as exportações, o saldo comercial deverá recuar. A estabilidade macroeconômica não deverá ser afetada pelas contas externas, mas para quem acompanha o comércio exterior “microeconômico”, os desafios de diversificação por mercados e produtos das exportações brasileiras continua na agenda.

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Fed: enquanto a inflação não aparece

Saiu a inflação de setembro do consumidor americano, o *Consumer Price Index* (CPI), equivalente ao nosso IPCA. Até que veio meio salgado, registrando 0,5% em setembro, ante agosto, já considerando o ajuste pela sazonalidade.

No entanto, o CPI que exclui alimentos e energia, isto é, o núcleo por exclusão, veio fraco: 1,7% ante setembro de 2016. Entre outros itens, aluguel de carro e moradia surpreenderam para baixo.

Ou seja, após uma leitura da inflação um pouco menos favorável em agosto, voltamos ao mundo de inflação branda com mercado de trabalho muito apertado. Vai entender!

Enquanto ficamos todos à espera da inflação que deve vir, mas ninguém sabe quando e com que intensidade, o Fed (*Federal Reserve*, BC americano) tem que fazer suas apostas.

John Williams, presidente do Fed de San Francisco há mais de uma década, desenvolveu metodologia para estimar a taxa de juros neutra da economia americana. A taxa de juros neutra é aquela taxa real – isto é, que desconta a inflação esperada – que mantém a economia crescendo no seu potencial sem pressionar a inflação. Os últimos cálculos da taxa neutra pela metodologia de Williams indica que ela se encontra na casa de -0,5%.

A política monetária praticada hoje – *Fed Funds* de 0,75%, com expectativa de inflação de 1,7% para o último trimestre de 2017 (segundo o *survey* do Fed da Philadelphia) – determina uma taxa básica de juros real casa de -1% (0,75% menos 1,7%). Ou seja, dado que o juro neutro parece ser hoje de -0,5%, estamos a duas subidas de 0,25pp para que o juro praticado seja neutro, segundo a última conta da Williams.

Se nada de novo acontecer com a inflação, minha aposta é que haverá duas subidas dos *Fed Funds* de 0,25pp cada, em dezembro e em meados de 2018, e o Fed ficará à espera da inflação praticando juro neutro, pela conta de Williams. Se o juro dado pela metodologia de Williams subir, a taxa dos *Fed Funds* subirá. Até que a inflação dê sinais de vida na economia americana, podemos esperar juro neutro.

Samuel Pessoa

9. Em Foco IBRE: China em foco: Eficiência é o nome do jogo

Uma característica importante do atual Politburo chinês é o seu viés reformista. Sob a liderança do Presidente Xi Jinping e do Premiê Li Keqiang, uma série de medidas foram implementadas buscando cumprir o que se convencionou chamar das “Duas Metas Centenárias”: (i) tornar o país moderadamente desenvolvido até 2021 (o centenário de criação do Partido Comunista Chinês); e (ii) transformar a China em uma sociedade socialista forte, democrática, civilizada, harmônica e moderna até 2049 (o centenário da fundação da República Popular da China).

Os avanços ocorreram em inúmeros setores, passando pela transição do modelo econômico, reforço nas práticas legais, combate à corrupção e maior preocupação social (como inclusão e meio ambiente). Como sempre ocorre em grandes mudanças, os resultados alcançados não foram nem homogêneos nem evoluíram de forma linear. Por exemplo, hoje se pode dizer que a China é uma economia de serviços (reforçando a transição do modelo econômico), mas ainda faltam muitos passos para o estabelecimento de um Estado de Direito e de uma inclusão social de facto.

Mais ainda, existe um desapontamento (compreensível, ainda que talvez exagerado) com o passo recente das reformas. Falando especificamente de temas econômicos, alternamos entre impulsos e retrocessos nos últimos dois anos. Procurando calibrar as variações do crescimento, o governo chinês recorreu a uma sintonia fina nas searas fiscal, monetária e parafiscal de forma a diminuir fortemente a volatilidade da economia, mantendo-a em velocidade de expansão relativamente elevada e priorizando os setores da “Velha China” – depois de anos de contração, a contribuição relativa destes setores (investimentos e exportações líquidas) voltou a subir no primeiro semestre de 2017.²

Em paralelo, as agendas de liberalização financeira, abertura da conta capital e aumento da eficiência econômica experimentaram, na melhor das hipóteses, evoluções mais pontuais do que

² A contribuição dos setores de investimento e exportações líquidas para o crescimento do primeiro semestre saiu de 55% em 2013 para 27% em 2016. Em 2017, tal contribuição avançou para 37%, configurando uma volta (breve) ao modelo de crescimento anterior como forma de estabilizar a economia no curto prazo.

seria recomendado. Nesse cenário, certos desequilíbrios estruturais ganharam novo impulso, destacando-se a forte erosão das contas fiscais e o aumento do endividamento agregado da economia.³

Esse interesse em “balançar o barco o mínimo possível” tem sido uma característica de 2017, e está associado a questões em duas searas. No campo externo, questões geopolíticas emergiram (como a crescente tensão na península coreana) e oportunidades para a ampliação da zona de influência chinesa ganharam corpo com a “desidratação” da Parceria Transpacífico, o viés protecionista da atual administração americana e a progressiva consolidação da iniciativa “Um Cinturão, Uma Rota” (One Belt, One Road). Neste momento, uma China forte e estável é importante tanto para a consolidação de poder regional como para aspirar voos mais elevados.

Já no campo doméstico, este é um ano de mudanças políticas com a convocação de um novo Congresso Nacional do Partido Comunista Chinês (PCC) – o que ocorre de cinco em cinco anos. Tipicamente, o período anterior a esses eventos é marcado por relativa calma na parte econômica, com o foco dos membros do Partido (o que se confunde com o da administração pública) saindo de questões gerenciais (de curto ou longo prazo) e se voltando para a articulação política que culminará na escolha do novo corpo decisório do próximo quinquênio.

O 19º Congresso Nacional do PCC abrirá seus trabalhos na última semana de outubro, e dará início a um processo gradual e abrangente de mudança nas mais elevadas instâncias do PCC (inclusive o Comitê Permanente do Politburo), com implicações diretas não só sobre a administração pública (entendida aqui como Executivo, Legislativo, Judiciário, Forças Armadas e empresas estatais) como potencialmente sobre as diretrizes a serem perseguidas adiante.

Ao contrário do que ocorre em “Congressos Nacionais pares” (como o 18º, com termo entre 2012 e 2017), desta vez não haverá nenhuma mudança nas posições hierárquicas mais elevadas: Xi Jinping permanecerá como Secretário-Geral do Partido (além de membro do Comitê Permanente, presidente e comandante-em-chefe das Forças Armadas) e Li Keqiang muito provavelmente continuará sendo membro do Comitê Permanente (além de Premiê e presidente do Conselho de Estado). Em paralelo, algumas mudanças (altamente prováveis) devem concentrar ainda mais poder nas mãos de Xi Jinping ao longo dos próximos anos, reforçando a sua posição central no jogo político chinês (para muitos, com paralelo moderno somente em Mao Tse-Tung e Deng Xiaoping).

Acima de tudo, todos os outros membros do Comitê Permanente do Politburo (cinco membros) deverão ser substituídos até o fim do primeiro trimestre de 2018 por atingirem a idade expulsória, o mesmo ocorrendo com aproximadamente metade dos 25 membros do Politburo (a segunda instância mais elevada na hierarquia do PCC). Espera-se que os novos membros do Comitê Permanente venham de quadros mais novos do Politburo (nascidos após 1950), consolidando a

³ O déficit fiscal acumulado em 12 meses se encontra em pouco mais de 4,0% do PIB, com o desempenho fiscal da primeira metade do ano sendo o pior desde meados dos anos 90. Como um dos corolários desse comportamento, espera-se que a dívida total (pública + privada) com % do PIB ultrapasse 260% nesse ano.

troca geracional nas máximas instâncias decisórias – de forma indireta, isto seria interpretado como confirmação do viés reformista dessa administração.⁴

Ao contrário do que muitos pensam, os Congressos Nacionais do PCC são eventos eminentemente políticos, com questões econômicas tratadas em situações muito específicas. Como sempre na China, os rituais e tradições importam: cada Congresso Nacional costuma ser dividido em sete Sessões Plenárias, sendo que tradicionalmente as Plenárias mais voltadas a temas econômicos são a 3ª Plenária (que ocorre no final do segundo ano da administração) e a 5ª Plenária (dois anos após a 3ª Plenária, onde tipicamente são apresentados os Planos Plurianuais).

Nesse sentido, o evento que veremos no fim desse mês (1ª Plenária do 19º Congresso do PCC) não deveria ser excessivamente interpretado em termos da agenda reformista: na melhor das hipóteses, ele fornecerá alguma avaliação das políticas implementadas na primeira metade dessa administração e sinalizará caminhos futuros através das mudanças no Partido.

O *timing* chinês é mais lento e repleto de nuances. Sinalizações mais contundentes acerca da agenda de reformas devem ser esperadas somente nas próximas duas Plenárias desse Congresso Nacional. Na 2ª Plenária (mar/18), as lideranças políticas do Partido nomearão as lideranças administrativas do governo (poderes Executivo, Legislativo e Judiciário), com óbvia interseção entre elas – a avaliação dos nomes escolhidos fatalmente indicará o caminho futuro. Por fim, se mantida a tradição, a 3ª Plenária (final de 2018) trará diretrizes mais claras: se não em termos do plano de ação, pelo menos em termos das disposições da administração até o 20º Congresso Nacional do PCC (em 2022).

Quer dizer, portanto, que a agenda de reformas continuará em “banho maria” até o final do próximo ano, esperando o trâmite das Plenárias? De maneira nenhuma!

Apesar da excessiva atenção em torno desses eventos, existem outros fóruns (até mais importantes em termos econômicos) pouco lembrados. Tomemos, por exemplo, a 5ª Conferência Financeira Nacional⁵ (*National Financial Work Conference*), ocorrida há poucos meses (julho/2017) e na qual foram definidas as grandes diretrizes financeiras para os próximos cinco anos: maior eficiência na alocação de recursos, reestruturação de dívidas, otimização do crédito, apoio à transição do modelo econômico e proteção contra riscos sistêmicos.

É inegável que algumas das iniciativas recentes (implementadas ou anunciadas até mesmo antes do Congresso Nacional) se enquadram exatamente nessas prerrogativas: está em curso uma relevante otimização da capacidade instalada nas empresas estatais, ampliaram-se os canais de interligação entre os mercados de divisas interno e externo (inclusive com a entrada de

⁴ Por ser uma tradição e não uma regra escrita, há possibilidade de a idade expulsória não ser respeitada. Caso isso ocorra, o processo de transição política intergeracional seria atrasado. As implicações práticas desse fato são altamente incertas, dependendo da disposição reformista relativa entre as alas mais velha e mais nova do PCC. Em linhas gerais, o entendimento é que os quadros mais novos são mais reformistas – nesse sentido, caso não ocorra a troca, o processo de mudança nas estruturas da sociedade e economia chinesas poderia sofrer atrasos ainda maiores, ou alcançar um escopo menor do que o esperado.

⁵ Reunião altamente graduada que ocorre a cada cinco anos, onde são definidos os principais desafios e medidas a serem implementados na gestão financeira do país, tipicamente passando por regulação e utilização mais eficiente dos recursos.

instrumentos chineses no MSCI), o compulsório não remunerado sobre posições em câmbio no mercado *onshore* foi removido e foi anunciada (a partir de 2018) uma redução do compulsório nas linhas de crédito voltadas a inovação, economia verde e pequenas e médias empresas. Não é mera coincidência.

Em conclusão, mudanças nas diretrizes gerais definidas durante a primeira metade da administração Xi Jinping/Li Keqiang são bastante improváveis na segunda metade de seu termo: há compreensão plena que o modelo de crescimento baseado em investimentos e exportações líquidas chegou ao seu limite. Nesse sentido, a agenda da transição econômica veio para ficar, com migração para vetores internos de crescimento (consumo e serviços) que levarão a taxas de expansão mais baixas, ainda que mais saudáveis.

As reformas estruturais necessárias na economia chinesa são um processo plurianual, que fatalmente envolverá múltiplos Congressos e Plenárias, e que passará por inúmeros desafios. O importante é entender que ele já começou, está em curso e continuará de forma não linear ainda por muitos anos.

A novidade a ser observada daqui para frente é um eventual impulso na agenda de aumento da eficiência, o que passa pelo melhor uso dos recursos financeiros, dos gastos fiscais e dos fatores produtivos. Esperamos que essa agenda, com todas as suas implicações sobre inclusão, sustentabilidade e crescimento potencial, seja o fator a consolidar as reformas daqui em diante. Seu sucesso terá efeito relevante sobre o desempenho futuro da economia chinesa – e seus impactos podem ir muito além das suas fronteiras.

Livio Ribeiro

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 Pessôa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Equipe Permanente

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

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr., André Braz e Salomão Quadros

Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 20 de outubro 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.