

## A economia brasileira em compasso de espera

Quando o governo Temer assumiu, muitos duvidavam de sua capacidade de sobrevivência. O país afundava em uma profunda crise econômica, com a atividade colapsando, a inflação em alta e as contas públicas em trajetória explosiva. Com a baixa popularidade do presidente e toda polêmica que cercou o impeachment de Dilma Rousseff, parecia impossível que o novo governo conseguisse dar o “cavalo de pau” que o país necessitava. Como se apontou à época, porém, um programa profundo de reformas não era a única saída; o governo poderia ser bem-sucedido desde que combinasse uma melhoria na qualidade da política econômica com uma expectativa de reformas crível o bastante para permitir estabilizar a economia até um momento suficientemente próximo às eleições de 2018, quando o mercado naturalmente começaria a operar com base no crédito a ser dado ao governo que tomará posse em janeiro de 2019.

Esse momento parece estar próximo. Assim, à medida que o fim do ano se aproxima, consolida-se entre os analistas a percepção de que é limitado o espaço para mais mudanças na política econômica no curto prazo e que mudanças mais profundas terão de aguardar 2019. A exceção é a possível aprovação de uma reforma da Previdência, ainda que em formato mais restrito que a proposta original. Uma possibilidade, mas não uma certeza, visto que ainda aguarda apoio suficiente para ser votada (em dois turnos) na Câmara dos Deputados e depois no Senado Federal. Caso não seja aprovada, as expectativas positivas dos agentes econômicos provavelmente vão se esvaír rapidamente, mas aí já se estará perto o bastante de outubro de 2018 para que os danos possam ser contidos.

Nesse compasso de espera, as atenções se voltam, portanto, para o que é possível esperar nessa arena no ano eleitoral de 2018, a partir das heranças do ano em curso e das perspectivas do cenário externo. E, aqui, há muitas incertezas.

Antes de vê-las, porém, listemos o que parecem ser as certezas. A principal é a consolidação da recuperação econômica. Assim, os indicadores de atividade divulgados nas últimas semanas corroboraram as nossas projeções de crescimento mais robusto do PIB no terceiro trimestre, quando se exclui a contribuição negativa da agropecuária. Outro aspecto favorável é que a retomada do PIB deve ser mais difundida pela ótica da demanda, com todos os componentes crescendo, com destaque para o investimento, que deverá subir após vários trimestres de contração.

Nossas projeções para os principais indicadores de atividade em outubro apontam a manutenção desse cenário de ampla retomada: a indústria e o comércio varejista, em especial, devem crescer na margem. É isso o que sugerem, entre outros, os índices de confiança de consumidores e empresas que avançaram em outubro, consolidando a tendência de alta observada desde o início do ano, que fora interrompida quando da divulgação da delação da JBS, com o consequente aumento da incerteza política. O atual movimento parece bastante consistente, pois está baseado em avaliações positivas sobre a situação atual dos negócios, e não apenas em expectativas sobre o futuro. Outra característica virtuosa da recente alta da confiança é a melhora das percepções na indústria com relação à demanda interna, o que é explicado pela recuperação do consumo das famílias.

Essa retomada do consumo reflete a melhora dos fundamentos econômicos em nível dos domicílios, como a redução do endividamento das famílias, a retomada do crédito ao consumidor, o aumento do poder de compra, em decorrência da deflação de itens ligados à alimentação domiciliar, e a reversão mais rápida do que a antecipada do mercado de trabalho. Além disso, os efeitos defasados da queda da taxa básica de juros deverão impactar favoravelmente o balanço das famílias no próximo ano, aliviando o peso do serviço da dívida no orçamento total dos domicílios, e ampliando, assim, a parcela da renda passível de ser alocada em consumo.

Há outras boas “certezas” no horizonte, como notado em edições anteriores deste Boletim: a perspectiva de mais um ano de inflação comportada, contas externas equilibradas, etc. Porém, temos também alguns riscos no horizonte. Um, claro, é a incerteza política e eleitoral, que pode gerar estresse no mercado financeiro, nos preços dos ativos e, conseqüentemente, na confiança.

Outro risco importante surgido recentemente para o cenário de 2018 é o de escassez de energia, devido ao baixo nível de água dos reservatórios. É um risco ao qual a economia terá de se adequar no atual contexto de recuperação cíclica do PIB, já que a retomada deverá manter o sistema elétrico pressionado ao longo de todo o próximo ano. É necessário ainda aguardar o ciclo de precipitação hídrica do fim deste ano e início do próximo, mas a realidade é que não se pode descartar a possibilidade de expressiva majoração das tarifas de energia, a qual pressionaria a inflação de preços administrados e resultaria em menos crescimento no curto prazo.

Adicionalmente, como se observou em 2014 (ver Boletim de janeiro de 2015), preços elevados de energia alteram os incentivos de produção da indústria, com destaque para os setores energo-intensivos. Empresas que consomem muita eletricidade vão tender a parar a produção. Caso precisem adquirir energia no mercado livre, vão produzir menos, pois de outra forma precisariam arcar com um custo de energia muito superior ao previsto. Caso já tenham essa energia contratada, será mais interessante revendê-la no mercado. E no caso de empresas que sejam também geradoras, ao não produzir seu produto principal terão a oportunidade de vender a energia gerada por um preço muito superior ao seu custo de geração: isto porque o custo marginal da operação energética de indústrias específicas pode ser muito menor do que o das indústrias térmicas mais ineficientes do sistema, que balizam o Preço de Liquidação das Diferenças (PLD) e são tipicamente acionadas em momentos de escassez hídrica. Como ocorreu em 2014, deveríamos observar, nesses setores, uma queda de produção, associada a um aumento das importações para suprir a demanda interna. Conseqüentemente, haveria impactos sobre a atividade econômica, afetando mais os setores energo-intensivos do que os demais.

Outro ponto que também merece atenção é o cenário internacional. Se a política de corte de impostos nos EUA for aprovada, o Fed poderá acabar subindo a taxa de juros mais rapidamente do que o esperado atualmente pelo mercado, impactando o fluxo de recursos para os países emergentes. O mesmo ocorrerá se a inflação nos EUA subir mais que o esperado. Isso ilustra o fato de que continuamos vulneráveis a uma deterioração do quadro externo. Mas, pelo menos por enquanto, as condições financeiras globais continuam expansionistas, contribuindo para a recuperação econômica dos países emergentes.

Um resumo desta edição do Boletim Macro IBRE inclui os seguintes destaques:

1. Prevemos que o PIB do terceiro trimestre tenha crescido 0,1% na comparação com o segundo. Essa projeção incorpora as informações do Monitor do PIB-IBRE/FGV de novembro e considera as revisões das Contas Nacionais que sempre ocorrem junto com a divulgação do PIB do terceiro trimestre. Excluindo as atividades agropecuárias – que devem, na margem, contribuir

negativamente para a atividade –, o desempenho do PIB deve ser ainda mais expressivo: alta de 0,8% TsT (0,9% AsA). Esperamos que essa recuperação continue no próximo ano, mas, como se discute na seção de atividade, um risco que surgiu recentemente no cenário de crescimento de 2018 é o baixo nível dos reservatórios, ao qual a economia terá de se adequar no atual contexto de recuperação cíclica do PIB. [\(Seção 1\)](#)

2. Nas sondagens, os índices de confiança de consumidores e empresas avançaram em outubro, consolidando a tendência de alta observada no início do ano e interrompida no segundo trimestre. O movimento ganha consistência com o avanço mais rápido dos indicadores da Situação Atual (ISA). De junho a outubro, estes indicadores avançaram em todos os setores, com destaque para a Indústria, com alta acumulada de 8,5 pontos, seguida do Comércio e dos Serviços. Na Construção, que continua sendo o segmento com menor nível de confiança, o ISA subiu 2,3 pontos no mesmo período. A continuidade da recuperação econômica, com inflação baixa, juros em queda e melhora gradual das condições do mercado de trabalho, deve fortalecer essa tendência de alta da confiança empresarial e dos consumidores nos próximos meses. [\(Seção 2\)](#)

3. A seção de emprego e renda discute os dados para o mercado de trabalho de setembro, que vieram aquém do esperado, tanto no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) quanto na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC). O saldo de emprego formal medido pelo CAGED registrou geração líquida de 34,3 mil vagas em setembro, bem abaixo das projeções dos analistas do mercado (mediana de 60,5 mil vagas). A taxa de desemprego, por sua vez, ficou em 12,4% em setembro, ante 12,6% segundo a PNADC. Ainda que frustrantes, os fracos resultados do CAGED e da PNADC para um mês tipicamente aquecido, como setembro, não são suficientes, na opinião dos nossos analistas, para reavaliar as projeções de uma retomada vagarosa do mercado de trabalho até o final de 2018. Na verdade, o resultado fraco de setembro parece ser mais um ruído na tendência de retomada dos últimos meses do que um indicativo de reversão da trajetória de queda. [\(Seção 3\)](#)

4. Em termos de inflação ao consumidor, as notícias também continuam animadoras no curto prazo. No início de novembro, pouco antes da divulgação do IPCA de outubro, parecia cada vez menos provável que a inflação de 2017 fechasse abaixo de 3%. Efeitos sazonais entre os alimentos *in natura* e aumentos registrados em preços administrados antecipavam aceleração do IPCA. No entanto, com grande surpresa, o resultado do IPCA de outubro não foi na direção das expectativas e, mais uma vez, o grupo Alimentação e Bebidas registrou leitura negativa, na sua sexta queda consecutiva. Tal comportamento compensou parte da aceleração registrada pelos preços administrados. Para o ano fechado a inflação deve ficar próxima de 3%. Para 2018 a inflação pode avançar para 4%, conservando alguma folga em relação à meta estabelecida para o próximo ano, de 4,5%. Assim como em 2017, o clima será o fiel da balança em 2018, para o bem ou para o mal. [\(Seção 4\)](#)

5. Sobre a política monetária, nosso analista discute o padrão de comportamento da inclinação da curva de juros e os ciclos monetários. É simples: quando os juros de política se aproximam do que se imagina ser seu ponto mais baixo do ciclo, é natural esperar que os próximos movimentos dar-se-ão em sentido contrário. Porém, segundo analistas, a forte inclinação da curva de juros atualmente observada tem a ver, fundamentalmente, com apreensões relacionadas com as eleições que se aproximam e com a baixa probabilidade de aprovação da reforma da Previdência. Não há dúvida de que essa possa ser parte da explicação.

Contudo, a mensagem principal da seção, é que é preciso não esquecer o padrão de comportamento verificado ao longo dos ciclos econômicos. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção dedicada à política fiscal, o tema é a composição do déficit nominal. Apesar de ter caído substancialmente em relação ao pico do início do ano passado, o déficit nominal ainda preocupa e é o dobro do observado em 2002 (8,8% do PIB em setembro de 2017). [\(Seção 6\)](#)

7. A seção sobre o setor externo brasileiro analisa o crescimento das importações, considerando que alguns de seus componentes são vistos como indicadores do nível da atividade e que a balança comercial continua registrando recordes. As importações de bens intermediários pela indústria de transformação atestam a recuperação do setor. No caso dos bens de capital, entretanto, a volatilidade dos resultados (grandes quedas seguidas de elevados aumentos) sugere prognóstico mais cauteloso. [\(Seção 7\)](#)

8. O Panorama Internacional desta edição do Boletim enfoca como deverá ser o processo de saída do Fed em relação à expansão do seu balanço, tendo em vista que diversos analistas temem que, ao se desfazer dessa quantidade de títulos longos, ocorra fortíssima elevação do prêmio de duração. O plano do Fed é de, até 2020, reduzir o balanço em aproximadamente US\$ 1,4 trilhão – isto, é claro, se houver espaço para elevação das taxas de juros em função do comportamento da inflação e das expectativas inflacionárias. Nosso analista conclui que, de qualquer modo, se o Fed não quiser reduzir rapidamente seu balanço em função de preocupações com o impacto deste processo sobre o prêmio de duração, ele terá que atuar como o BCB há anos opera: fará seus *reverse repurchase agreement*, ou nossas operações compromissadas, para que a taxa de juros do interbancário (seu mercado de moedas) se eleve conjuntamente com a alta da meta na taxa básica. [\(Seção 8\)](#)

9. O Observatório Político, de autoria de Octavio Amorim Neto, trata das “forças de conciliação”, mobilizadas por amplos setores de nossa desmoralizada classe política, para estancar a sangria causada pela Lava-Jato. Essas forças almejam, sobretudo, moderar o ritmo das mudanças impostas pela Lava-Jato, mas não as revogar. Muitos personagens e aspectos degenerados da nossa política vão se beneficiar disso, não há a menor dúvida. Entretanto, há de se reconhecer também que muita gente que contribuiu decisivamente para a democratização do Brasil nas últimas três ou quatro décadas integra as forças da conciliação. E é um erro achar que o novo padrão de luta contra a corrupção, nascido entre 2013 e 2014, será abolido. [\(Seção 9\)](#)

10. A seção Em Foco, de autoria de Bruno Ottoni, Vilma Pinto e Julio Mereb, apresenta um indicador de massa salarial ampliada que considera, como fonte de renda, não só os ganhos provenientes dos salários, mas também os recebidos via benefícios de proteção social e previdenciários, tendo em vista a ampliação da concessão de benefícios sociais e de sua participação nos rendimentos médios das famílias nas últimas décadas. A parte final da seção apresenta um modelo para o consumo das famílias que, ao incorporar à massa salarial os saques dos recursos do FGTS ocorridos entre março e julho (os quais totalizaram 0,7% do PIB), consegue explicar o desempenho favorável do consumo no primeiro e no segundo trimestres de 2017. [\(Seção 10\)](#)



## 1. Atividade Econômica

### PIB sem agropecuária deve registrar crescimento expressivo no 3º trimestre

Em setembro, os indicadores de atividade econômica mantiveram o desempenho benigno dos últimos meses, corroborando as projeções de crescimento mais favorável para o PIB no terceiro trimestre. O Monitor do PIB-IBRE/FGV de novembro, finalmente, registrou crescimento de 0,3% MsM (1,3% AsA) no mês de setembro, já tentando antecipar as revisões das Contas Nacionais que sempre ocorrem na divulgação do PIB do terceiro trimestre. Nossa projeção, incorporando as informações do Monitor, foi revisada para 0,1% TsT (1,3% AsA) (Tabela 1). Como já havíamos mencionado na edição de setembro do Boletim Macro IBRE, 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 0,9% TsT (1,0% AsA). A projeção de crescimento para 2017 subiu para 0,9% em função das revisões esperadas, e a de 2018, por sua vez, permanece em 2,5%, aguardando os dados efetivos das Contas Nacionais para eventuais ajustes.

Entre as atividades econômicas, o comércio varejista continua a liderar o processo de retomada da economia, o que repercute positivamente no consumo das famílias. Como também já havíamos mencionado na edição passada do Boletim, embora o saque dos recursos do FGTS tenha contribuído para o melhor desempenho do setor, há fatores estruturais sustentando a recuperação do consumo, como a melhora das perspectivas de crédito para pessoas físicas combinadas à redução do endividamento das famílias, o aumento do poder de compra em decorrência da deflação de itens ligados à alimentação domiciliar e a reversão mais rápida que a antecipada do mercado de trabalho. Além desses fatores, o ciclo de queda da taxa básica de juros deverá impactar favoravelmente o balanço das famílias no próximo ano, aliviando o peso do serviço da dívida (pagamentos de juros mais o principal) no orçamento total dos domicílios, e ampliando, assim, a parcela da renda passível de ser alocada em consumo. O comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida pode cair até 2 pp em relação ao nível atual (20%).

**Tabela 1: PIB: Projeções**

Atividades	2017.III (TsT)	2017.III (AsA)	2017
Consumo das famílias	0,9%	2,8%	1,5%
Consumo do governo	0,8%	-1,3%	-1,6%
Formação bruta de capital fixo	1,3%	-0,8%	-2,7%
Exportação	3,3%	6,8%	7,0%
Importação	8,1%	6,9%	5,4%
<b>PIB</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,9%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-4,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>12,1%</b>
<b>Indústria</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,2%</b>
Extrativa	-0,8%	2,1%	6,1%
Transformação	0,9%	3,3%	2,4%
Construção civil	0,7%	-5,0%	-6,4%
Eletricidade e outros	-0,2%	1,3%	2,2%
<b>Serviços</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,1%</b>

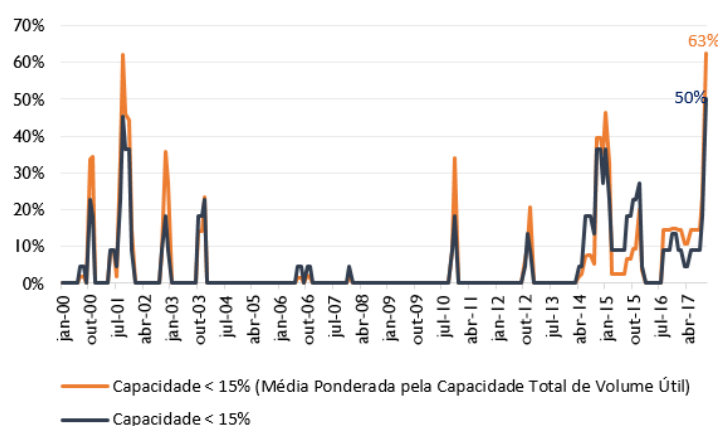
Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

A indústria também vem apresentando trajetória de recuperação consistente, mas ainda bastante gradual e lenta. Até o momento apenas o setor de serviços, tal como indicado pela Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS), continua apresentando taxas de crescimento muito deprimidas, de maneira que, assim como foi o último setor a mergulhar na recessão, também deverá ser último a dela emergir. Com efeito, enquanto persistir o cenário de fraco crescimento dos serviços, é difícil antever uma recuperação acelerada do PIB, principalmente no próximo ano. De qualquer forma, o setor já está sendo beneficiado pelo melhor desempenho dos serviços de comércio e transportes, estes últimos influenciados pelo comportamento benigno da indústria e da agropecuária. Quanto ao investimento, também já se observam sinais positivos em alguns indicadores importantes. O *quantum* das importações de bens de capital registrou em outubro mais uma alta expressiva (24%) em sequência aos resultados positivos dos dois últimos meses, o que deve garantir alta do investimento de 1,3% TsT na margem.

Um risco, no entanto, que surgiu recentemente no cenário de crescimento (e, principalmente, de inflação) de 2018 é o nível debilitado dos reservatórios (Gráfico 1)<sup>1</sup> ao qual a economia terá de se adequar no atual contexto de recuperação cíclica do PIB. A retomada econômica deverá manter o sistema pressionado ao longo de todo o próximo ano. Embora atualmente a matriz energética brasileira seja muito mais diversificada do que em 2001, quando as termelétricas representavam apenas 6,5% do total, as hidrelétricas detêm ainda 72% de participação na matriz brasileira. É necessário ainda aguardar o ciclo de precipitação do fim deste ano e início do próximo, mas existe o risco de expressiva majoração das tarifas de energia no ano que vem, o que deverá pressionar a inflação de preços administrados e conter parte do ímpeto da demanda por energia, resultando em um pouco menos de crescimento no curto prazo.

Com esse cenário delineado, nossa expectativa é de que a economia brasileira cresça 0,9% em 2017 e 2,5% em 2018, contando com impactos defasados do ciclo de queda da taxa básica de juros e do patamar ainda bem-comportado do câmbio. Além das já antecipadas incertezas com relação ao pleito eleitoral do ano que vem e à continuidade da agenda de reformas fiscais, soma-se a este quadro o nível debilitado dos reservatórios de energia hidrelétrica. À medida que a

**Gráfico 1: % de Reservatórios com Capacidade Inferior a 15%**  
(Média Simples/Média Ponderada)



Fonte: ONS. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>1</sup> Percentual dos 22 reservatórios apontados pelo ONS como os principais das nove maiores bacias hidrográficas do país, as quais respondem em conjunto por aproximadamente 85% do sistema total. Metade dos 22 reservatórios referidos estão com um volume útil de capacidade energética inferior a 15% de seu total.

economia sai da recessão e retoma o crescimento, os velhos gargalos de oferta voltam a assombrar o país.

*Silvia Matos e Julio Mereb*

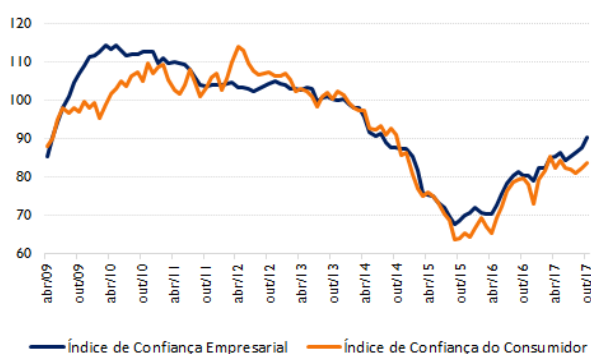
## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Sinais favoráveis no front da confiança

Os índices de confiança de consumidores e empresas avançaram em outubro, consolidando a retomada da tendência de alta observada no início do ano e interrompida no segundo trimestre. O movimento ganha consistência com o avanço mais rápido dos indicadores da situação atual: pela primeira vez desde julho de 2009, o Índice da Situação Atual Empresarial (ISA-E) registrou, em outubro, três meses consecutivos de altas superiores às do Índice de Expectativas (IE-E).<sup>2</sup>

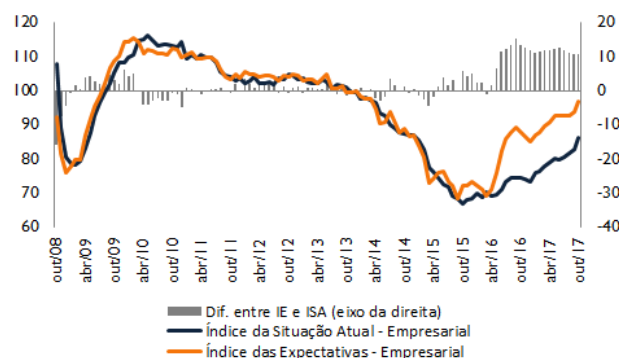
De junho a outubro, os índices de Situação Atual (ISA) avançaram em todos os setores, com destaque para a Indústria, com alta acumulada de 8,5 pontos, seguida do Comércio (6,6 pontos) e dos Serviços (6,3 pontos). Na Construção, que continua sendo o segmento com menor nível de confiança, o ISA subiu 2,3 pontos no mesmo período.

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



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 3: Índices da Situação Atual e de Expectativas Empresariais** (índices e diferença em pontos, dados dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Outra característica virtuosa da recente alta da confiança é a melhora das percepções com relação à demanda interna na indústria nos meses que se seguiram à crise política de maio-junho. No mesmo período, as avaliações sobre a demanda externa, que já eram favoráveis desde o ano passado, pioraram um pouco, sugerindo um movimento de acomodação. Já os indicadores

<sup>2</sup> Considerando-se somente os períodos em que ambos indicadores cresceram por três meses consecutivos.

relativos à demanda interna, que estavam em níveis muito baixos no início deste ano, começam a se aproximar da média histórica.

**Tabela 2: Indicadores de Percepção sobre a Demanda na Indústria** (índices e variações em pontos)

	Atual		Futura (3 meses)	
	Interna	Externa	Interna	Externa
Média 2016	78,2	99,9	83,1	100,0
Média 2017 *	86,3	108,6	96,6	106,6
Nível de Outubro/2017	93,1	114,7	101,4	120,3
Var. de junho a outubro de 2017	5,7	-0,3	2,4	-4,5
Var. em outubro de 2017	5,1	-6,5	5,4	-3,9

\* até outubro. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

No caso dos consumidores, a recuperação da confiança tem sido mais lenta. O ISA avançou 3,5 pontos nos três últimos meses, para 73,2 pontos, o maior nível desde junho de 2015 (74,9 pontos), mas o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) só voltou a subir em setembro e ainda se encontra 1,6 ponto abaixo do nível alcançado em março de 2017. O resultado sugere cautela das famílias em relação aos gastos futuros.

O resultado menos favorável da confiança dos consumidores em 2017, na comparação com a confiança empresarial, pode refletir uma percepção diferenciada sobre o grau de incerteza econômica no momento e as avaliações negativas sobre o governo atual feitas por boa parte da população. A primeira hipótese poderá ser testada nos próximos meses: entre agosto e outubro, o Índice de Incerteza da Economia da FGV IBRE, medido com informações de mídia e do mercado, recuou de 130 para 111 pontos, o menor nível desde fevereiro de 2015. Caso a incerteza seja um fator relevante para o consumidor, é possível que o ICC volte a avançar nos próximos meses.

A manutenção da tendência de recuperação econômica, com inflação baixa, juros em queda e melhora gradual das condições do mercado de trabalho deve dar continuidade à atual tendência de alta da confiança empresarial e dos consumidores nos próximos meses. A queda suave dos índices da situação atual durante a crise política de maio-junho, seguida de uma aceleração nos últimos meses, retrata um novo momento da economia brasileira, em que as avaliações, principalmente no meio empresarial, se mostram mais resilientes e menos suscetíveis a pequenos distúrbios.

Em síntese, há riscos importantes no ambiente político, mas o fortalecimento da confiança dos agentes indica que, daqui para a frente, somente choques expressivos devem comprometer a convergência destes indicadores para níveis compatíveis com os de uma economia em crescimento.

*Aloisio Campelo Jr. e Itaguara de Oliveira Bezerra*

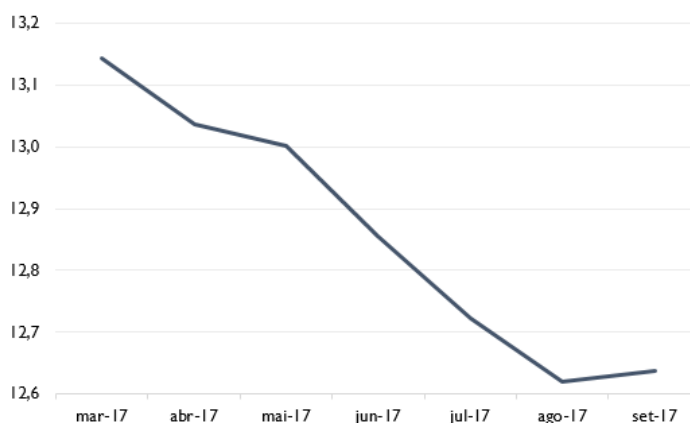


### 3. Mercado de Trabalho

#### Setembro fraco põe em risco a retomada?

O mercado de trabalho apresentou em setembro um resultado abaixo do esperado. O saldo de emprego formal medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) registrou geração líquida de 34,3 mil vagas, muito abaixo da mediana de analistas do mercado (60,5 mil vagas). A taxa de desemprego, medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), ficou em 12,4% em setembro, ante 12,6% em agosto. Apesar da leve queda em setembro, o

**Gráfico 4: Taxa de Desemprego com Ajuste Sazonal (em %)**



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

resultado é decepcionante para um mês que apresenta elevadas contratações temporárias sazonais, em função da preparação da indústria para as vendas de fim de ano. Quando retirado o efeito sazonal de vagas temporárias, os resultados do desemprego são ainda mais desfavoráveis, como podemos notar no Gráfico 4. Neste gráfico, nota-se que a taxa dessazonalizada de desemprego alcançou 12,7% em setembro, uma leve alta frente aos 12,6% observados em agosto.

Os fracos resultados do CAGED e da PNADC, para um mês tipicamente aquecido como setembro, podem produzir questionamentos sobre o diagnóstico da maioria dos analistas de que há um processo de recuperação, mesmo que lento e gradual, do mercado de trabalho. No entanto, não consideramos esses sinais negativos suficientes para reavaliarmos nossas projeções de uma retomada vagarosa do mercado de trabalho até o final de 2018. Na verdade, enxergamos o resultado fraco de setembro mais como um ruído na tendência de retomada dos últimos meses do que como um indicativo de reversão da trajetória de queda.

Por um lado, existem poucos fatores capazes de corroborar a visão mais pessimista de que o resultado negativo de setembro seja indicativo de uma reversão. Dois deles se destacam. Primeiro, o emprego com carteira assinada, que ganhou força na passagem de julho para agosto, voltou a decepcionar na virada de agosto para setembro (ver Tabela 3). Segundo, a piora do desemprego, na transição de agosto para setembro, ocorreu principalmente em virtude de uma desaceleração no ritmo de crescimento

**Tabela 3: Variação da Taxa de Crescimento da População Ocupada (em p.p.)\***

	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
ago-set/17	-0,1	0,8	0,6

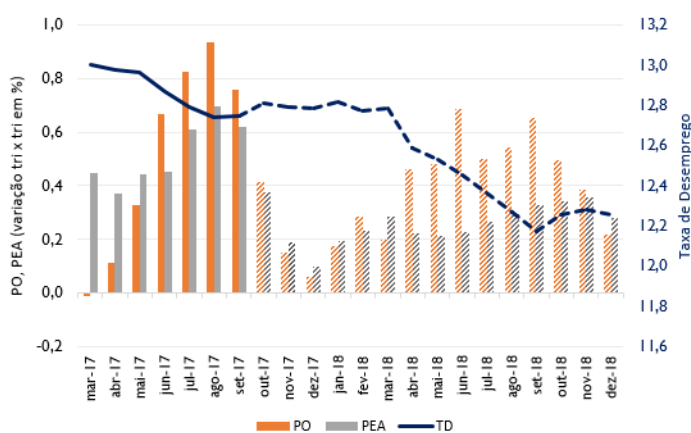
\* valores calculados a partir da diferença, em pontos percentuais, entre a taxa de crescimento interanual do período corrente e a taxa de crescimento interanual do período anterior. Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

da População Ocupada (PO), visto que o comportamento da População Economicamente Ativa (PEA) praticamente não sofreu alteração (ver Gráfico 5).

Por outro lado, existe uma sucessão de fatores encadeados que pode respaldar uma visão mais otimista de que o desempenho fraco do mercado de trabalho em setembro não compromete a tendência de retomada. Primeiro, a surpreendente alta do saldo CAGED em outubro, apresentando geração líquida de 76,6 mil vagas. Muito desta alta foi puxada pelos setores de comércio e serviço, que foram justamente aqueles que tiveram um resultado fraco em setembro. Portanto, a recuperação do CAGED em outubro reforça a visão de que a queda de setembro foi na verdade um ruído, havendo posterior reversão a uma trajetória de retomada. Segundo, a inflação deve permanecer em níveis relativamente baixos. Terceiro, a inexistência de pressões inflacionárias mais intensas deve permitir que o Banco Central mantenha a taxa de juros em patamares reduzidos. Quarto, esses juros mais baixos favorecem o processo de desalavancagem de famílias e empresas, podendo impulsionar o consumo e o investimento. Finalmente, todos os fatores destacados tendem a fortalecer a atividade econômica e, conseqüentemente, reforçam a visão mais otimista de que estamos realmente passando por um processo de retomada do mercado de trabalho.

Assim, apesar dos ruídos recentes na trajetória de retomada do mercado de trabalho, refletidos nos números de setembro tanto da PNADC quanto do CAGED, esperamos uma manutenção da tendência de recuperação observada nos últimos meses. O Gráfico 5 apresenta nossas projeções dessazonalizadas para PO, PEA e taxa de desemprego. Nesse gráfico, fica evidente nossa expectativa de recuperação lenta e gradual do mercado de trabalho até pelo menos o final de 2018.

**Gráfico 5: Evolução da PO, PEA e Desemprego com Ajuste Sazonal**



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

**Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira**

## 4. Inflação

### Nas mãos do clima

No início do mês de novembro, pouco antes da divulgação do IPCA de outubro, parecia cada vez menos provável que a inflação de 2017 fechasse abaixo de 3%. Efeitos sazonais entre os alimentos *in natura* e aumentos registrados em preços administrados antecipavam aceleração do IPCA.

No entanto, com grande surpresa, o resultado do IPCA de outubro não foi na direção das expectativas e, mais uma vez, o grupo Alimentação e Bebidas registrou resultado negativo, sua sexta queda consecutiva. Tal comportamento compensou parte da aceleração registrada pelos preços administrados, pressionados pelos aumentos praticados no gás de bujão (4,5%) e na energia elétrica (3,3%), e permitiu que em outubro o IPCA viesse quase 0,10 ponto percentual abaixo das expectativas.

Com esse resultado, ajustaram-se também as expectativas de inflação para os meses de novembro e dezembro. Se antes a expectativa para novembro estava acima de 0,50%, os resultados antecipados pelo IPA e pelo Monitor da Inflação colocam a taxa esperada para o IPCA deste mês próxima de 0,30%, bem abaixo da verificada em outubro. Segundo o IPA-10 de novembro, alimentos *in natura*, carnes bovinas, bebidas e fumo são alguns dos destaques a contribuir para o recuo da inflação ao consumidor ao longo deste mês. Já o Monitor da Inflação antecipa a sétima taxa negativa para o grupo Alimentação e Bebidas, a qual poderá ficar em torno de -0,25% no fechamento de novembro.

Se não fosse o reajuste da bandeira tarifária, o IPCA poderia vir ainda mais baixo em novembro, próximo de 0,20%. Entretanto, se a inflação for de 0,30%, a taxa acumulada no ano passará de 2,2% para 2,5%. Esse resultado permitirá que, em dezembro, o IPCA registre inflação de até 0,45% e feche o ano abaixo de 3%. Se confirmado, o índice oficial deve encerrar dezembro com as seguintes altas acumuladas em 2017: Monitorados 7,9%, Serviços Livres 4,3%, Alimentação no Domicílio -4,5% e Demais Bens de Consumo 1,5%.

Para 2018, não faltarão desafios e incertezas, a começar pela sucessão presidencial e seus impactos sobre a economia. Deixando esse tema para uma discussão futura e passando a questões mais diretamente afeitas à formação de preços, o baixo volume de água nos reservatórios deve continuar demandando energia das termoelétricas. Isso pode manter a vigência da bandeira vermelha por longo período, além de promover reajustes mais fortes nas tarifas. As passagens de ônibus no Rio de Janeiro e em São Paulo – sem aumentos em 2017 – devem avançar em 2018. Com essas fontes de pressão, os preços monitorados podem subir em média 5,5%, um ponto percentual acima da meta, embora tragam alguma descompressão em relação à taxa de 2017.

Já os Serviços Livres, ainda que o salário mínimo siga o INPC de 2017, devem acumular alta de 4,5%. Os preços das mensalidades escolares – serviço de peso entre o livres – podem avançar pelo menos 6%. Uma parcela que deve subir mais em 2018 é a de alimentação fora, como se verá a seguir.

A grande diferença entre 2017 e 2018 virá da alimentação, especialmente a consumida no domicílio. Condições climáticas menos favoráveis e as primeiras previsões de plantio sugerem que a safra de 2018 será um pouco menor que a de 2017. É verdade que a deste ano foi uma supersafra, acontecimento que por definição não se repete com frequência. Mesmo assim, é de se esperar que os preços subam, já que o salto na produção de alimentos em 2017, que permitiu a

forte queda das cotações, não se repetirá. Estimativas iniciais, que ainda deverão ser revistas durante 2018, dão conta de um aumento médio de 3,5% no ano que vem.

Finalmente, os demais bens de consumo podem subir 3%, o dobro do esperado para 2017. Repasses de aumentos nas matérias-primas, efeitos cambiais e maior demanda são contribuições esperadas perante o aquecimento da economia.

Diante dessas estimativas, a inflação de 2018 pode avançar para 4%, conservando alguma folga em relação à meta estabelecida para o próximo ano, de 4,5%. Assim como em 2017, o clima será o fiel da balança em 2018, para o bem ou para o mal.

*Salomão Quadros e André Braz*

## 5. Política Monetária

### Inclinação da curva de juros e os ciclos monetários

Nas últimas quatro semanas, os juros médios anuais dos certificados de depósito interbancário (CDI), implícitos nas taxas de DI referentes ao início de cada um dos próximos anos, sofreram expressiva elevação. O juro médio para 2018 ficou praticamente estável, em torno de 7,2%, mas as taxas médias anuais estimadas para 2019, 2020 e 2021, por exemplo, atingiram 9,8%, 11,0% e 11,2%, respectivamente.

Tais resultados significam que os participantes de mercado esperam que, no próximo ano, na média, a taxa do CDI ficará pouco acima do patamar com que provavelmente encerrará o ano corrente, estimado em algo levemente inferior a 7,0% – como se sabe, a taxa do CDI costuma se situar um pouco abaixo da taxa Selic. Os resultados querem dizer também que os participantes de mercado esperam forte movimento de ajuste de política monetária a partir de 2019.

Entre economistas e operadores do mercado financeiro, muito se tem discutido sobre possíveis interpretações para tão expressivas mudanças de preço. À primeira vista, por exemplo, seria possível imaginar que, de algum modo, o Banco Central teria errado a mão, afrouxando em excesso a política monetária, enfrentando agora uma espécie de punição pelo mercado. Esta, porém, não parece explicação razoável. Afinal, a credibilidade do Banco Central foi reconquistada e permanece intacta, como demonstram as expectativas e as projeções de inflação para os próximos anos, todas praticamente na meta, ou próximas dela.

De qualquer modo, faz todo o sentido cotejar alguma medida de *spread* de taxas, indicativo da inclinação da curva de juros, com os ciclos monetários.

No Gráfico 6, nossa medida de *spread* é a diferença entre as taxas de *swap* de dois prazos distintos, a saber, 1800 e 90 dias. A primeira é uma medida de juros prefixados longos (cinco anos) e a segunda reflete o comportamento da política monetária. *Spread* superior a zero significa curva positivamente inclinada.

Do início de 2003 até os dias de hoje, tivemos cinco ciclos de baixa da taxa de juros e quatro ciclos de alta. Como é possível notar, os ciclos monetários costumam estar associados a alterações da

inclinação da curva de juros. De modo geral, no final dos ciclos de baixa da taxa de juros, a curva costuma estar positivamente inclinada. No final dos ciclos de alta, a inclinação da curva costuma se mostrar negativa.

O movimento do *spread* observado na segunda metade de 2015 parece um caso à parte. A fase de aperto monetário chegara a seu ponto mais expressivo e a inclinação da curva deixou de ser negativa para tornar-se positiva. Muito provavelmente isso aconteceu em razão de naquele período ter “caído a ficha” acerca da precariedade de nossas contas públicas. Nem mesmo a equipe econômica suspeitava ser tão grave o nosso desequilíbrio fiscal. O mercado se assustou e o *spread* ficou acentuadamente positivo.

Tal episódio tem levado muitos a supor que a forte inclinação da curva de juros atualmente observada tem a ver, fundamentalmente, com apreensões relacionadas com as eleições que se aproximam e com a baixa probabilidade de aprovação da reforma da previdência. Não há dúvida de que essa possa ser parte da explicação.

Contudo, e esta é a mensagem principal desta seção, é preciso não esquecer o padrão de comportamento da inclinação da curva de juros e sua estreita relação com os ciclos da política monetária. É simples: quando os juros de política se aproximam do que se imagina ser seu ponto mais baixo do ciclo, é natural esperar que os próximos movimentos dar-se-ão em sentido contrário.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Hora de falar do juro da dívida

Os temas que mais têm repercutido quando o assunto é a política fiscal brasileira dizem respeito à capacidade de o governo conseguir cumprir a meta de resultado primário; ao problema da evolução das despesas obrigatórias frente ao teto dos gastos; e à luta pela aprovação de reformas que visem dar maior fôlego ao governo.

De fato, são temas que preocupam e que se refletem na solvência da dívida pública. Porém, olhar somente para o primário não é suficiente para entender o comportamento recente da dívida pública.

**Gráfico 6: Os Ciclos Monetários e a Inclinação da Curva de Juros**  
(abril/03 – nov/17)



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



As necessidades de financiamento do setor público consolidado apresentaram significativa redução de nível até o início da crise global de 2008/09, com queda do resultado nominal em mais da metade em seis anos: de déficit de 4,4% do PIB em 2002 para 2% do PIB em 2008. Após esse período, o déficit nominal apresentou leve crescimento, chegando a 3% do PIB em 2013. Contudo, a recessão iniciada em meados de 2014 gerou piora significativa, a ponto de o déficit nominal bater recorde em janeiro de 2016, quando atingiu 10,7% do PIB. Agora, apesar de ter caído substancialmente em relação ao pico do início do ano passado, o déficit nominal ainda preocupa e é o dobro do observado em 2002 (8,8% do PIB em setembro de 2017).

Quando olhamos a composição do déficit nominal, vemos que o resultado primário experimentou piora substancial de 5,7 pontos percentuais (pp) do produto no período pós-crise global, saindo de superávit de 3,3% do PIB em 2008 para déficit de 2,4% do PIB em setembro de 2017. Já os juros nominais saíram de 5,3% do PIB em 2008 para 6,4% em setembro de 2017, ou seja, piora de apenas 1,1 pp do PIB.

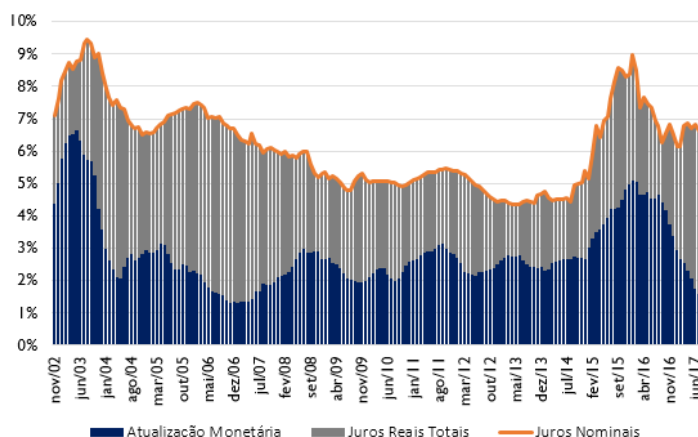
Embora a deterioração dos juros tenha sido muito menor do que a deterioração do primário, quando olhamos para o pico observado no déficit nominal em janeiro de 2016, se nota que este se deveu mais aos juros do que ao primário.

Dessa forma, também é importante detalhar o comportamento dos juros nominais do setor público consolidado, e para isso, podemos separá-lo em três componentes:

- juros externos;
- juros reais internos;
- atualização monetária.

Num cenário de inflação elevada, conhecer o juro da dívida livre da correção monetária é de extrema importância, pois parte do valor dos juros nominais corresponde apenas à manutenção do valor dos ativos. Isso faz com que o resultado nominal também dependa do resultado da inflação. Assim, o movimento observado no juros nominais em 2015 e 2016, quando a inflação chegou a alcançar dois dígitos, foi basicamente explicado pela elevação da correção monetária – Gráfico 7.<sup>3</sup>

**Gráfico 7: Composição do Juro Nominal do Setor Público Consolidado\*** (Acumulado em 12 meses em % do PIB)



\* Valores positivos (+) indicam déficit e negativos (-) superávit.

Fonte: Bacen. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>3</sup> Para o cálculo da correção monetária foi utilizado o IPCA.

O período atual mostra que, a despeito de leve redução dos juros nominais, que se deveu basicamente ao efeito da atualização monetária, os juros reais continuam em ascensão este ano, fazendo com que a queda do déficit nominal não seja tão intensa quanto a redução da correção monetária. A dívida continua com juro muito elevado, o que pode acender uma luz de alerta para sua trajetória futura.

*Vilma da Conceição Pinto*

## 7. Setor Externo

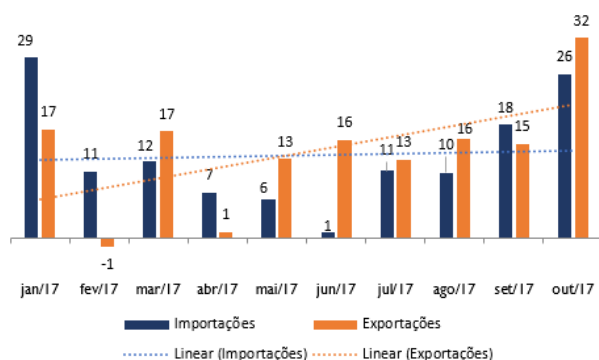
### O comércio exterior sinaliza a recuperação da indústria?

A balança comercial continua registrando recordes. Em outubro, o superávit comercial foi de US\$ 5,2 bilhões, maior valor na série mensal histórica desse mês. O crescimento das exportações em valor foi de 38% na comparação entre outubro de 2016 e 2017 e de 20% no acumulado no ano. As importações aumentaram, mas a um ritmo menor: 20% na comparação mensal; e 9% no acumulado do ano. O tema das exportações foi explorado no Boletim Macro IBRE de outubro, em que salientamos a contribuição das *commodities* e da China para o desempenho das vendas externas. Neste Boletim, queremos analisar o crescimento das importações, considerando que alguns de seus componentes são vistos como indicadores do nível da atividade.

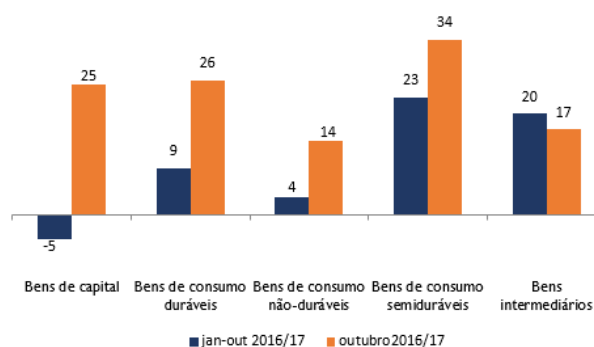
A variação mensal no volume importado mostra uma tendência relativamente estável em comparação à das exportações (Gráfico 8). Porém, desde agosto há uma aceleração no ritmo de crescimento das importações. No acumulado do ano até outubro, a diferença entre os dois fluxos é de menos de 1 ponto percentual (pp): as exportações aumentaram 13,5%; e as importações, 12,8%. A diferença em valor na comparação do acumulado é atribuída ao comportamento dos preços, que cresceram 7,5% nas exportações, mas recuaram 1,6% nas importações.

Considerando os grandes setores, a variação no volume foi de 23% nas importações da indústria extrativa, 14% na de transformação e um recuo de 15% da agropecuária, na comparação entre janeiro a outubro de 2016/2017. O resultado para a indústria extrativa é influenciado pelas importações de petróleo e derivados, que até outubro aumentaram 52%. No entanto, o nosso foco é identificar, através das importações, indicadores do nível de atividade.

**Gráfico 8: Variação (%) Mensal no Volume das Exportações e das Importações**



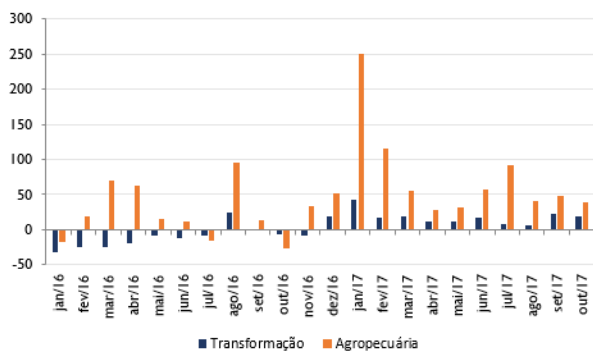
**Gráfico 9: Variação (%) Mensal do Índice de Volume das Importações na Indústria de Transformação por Categoria de Uso**



O Gráfico 9 mostra a variação mensal e o acumulado no ano até outubro do volume importado por categoria de uso da indústria de transformação. No acumulado, a maior variação é dos bens semiduráveis (23%), seguidos dos intermediários (20%), mas em outubro os bens intermediários registraram o segundo menor crescimento entre as categorias de uso, de 17%. Por outro lado, no grupo de bens intermediários da indústria de transformação encontram-se bens utilizados por todos os setores. Como o objetivo é avaliar índices de importações como indicadores do nível de atividade da indústria de transformação, foram calculados índices do volume importado desagregado por setores de utilização.

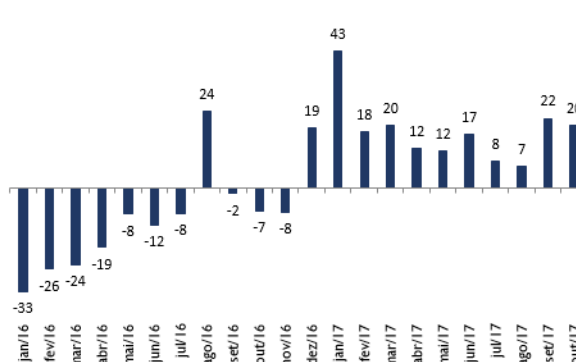
O Gráfico 10 mostra a evolução do índice de volume importado de bens intermediários do setor de agropecuária e da indústria de transformação desde janeiro de 2016. A recuperação do setor agropecuário no ano de 2017, em termos de produção e exportação, explica o crescimento elevado das importações de bens intermediários desse setor, que registraram aumento de 65% entre os acumulados até outubro de 2016/17. As variações da compra de bens intermediários importados são menores na indústria de transformação, mas, após o registro de quedas em 2016, os resultados são positivos em 2017 e se mantêm elevados em setembro e outubro: variações de 22% e 20% na comparação mensal desses dois meses (contra o mesmo mês do ano anterior – Gráfico 11). Os índices de volume importados pela indústria de transformação atestam a recuperação do setor.

**Gráfico 10: Variação (%) Mês Contra Mês do Ano Anterior no Volume Importado de Bens Intermediários Utilizados na Agropecuária e na Indústria de Transformação**



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

**Gráfico 11: Variação (%) Mês Contra Mês do Ano Anterior do Volume Importado de Bens Intermediários da Indústria de Transformação**



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

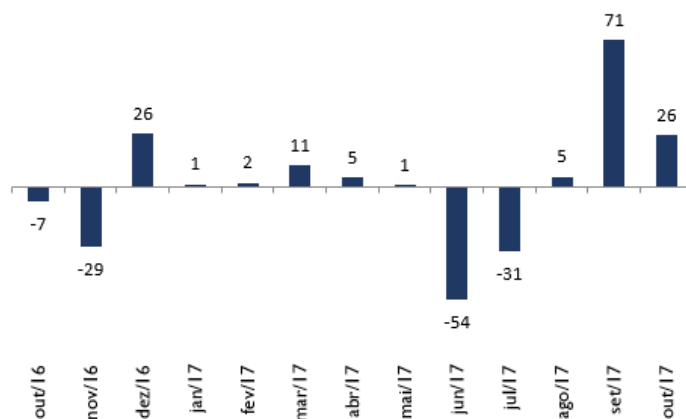
A volta de um período de crescimento sustentado da indústria de transformação depende, porém, de novos investimentos no setor. O que mostra o índice de importações de bens de capital? Foi calculado o índice de volume dos bens de capital importados que fazem parte da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) da economia brasileira (Gráfico 12). Após quedas acentuadas em junho e julho, as variações passaram a ser positivas: 5% em agosto, 71% em setembro e 26% em outubro contra o mesmo mês do ano anterior. Resultados positivos consecutivos também foram registrados entre dezembro de 2016 e maio de 2017. A diferença agora é que esses resultados

coincidem com os índices de compras de bens intermediários e com a divulgação de indicadores que mostram a melhora no desempenho da indústria. No entanto, o elevado grau de variância dos resultados (5% a 71%) sugere cautela para afirmações quanto a um cenário de retomada do investimento na indústria de transformação.

Em suma, as importações de bens intermediários pela indústria de transformação atestam a recuperação do nível de atividade do setor. No caso

dos bens de capital, entretanto, a volatilidade dos resultados (grandes quedas seguidas de elevados aumentos) sugere prognóstico mais cauteloso.

**Gráfico 12: Variação (%) Mensal do Índice de Volume Importado dos Bens de Capital (FBCF)**



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

*Lia Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### Saída do Fed do Afrouxamento Quantitativo

O balanço do banco central americano, *Federal Reserve*, ou simplesmente Fed, sofreu forte expansão em seguida à crise. Logo antes da crise, o balanço do Fed representava pouco menos de US\$ 1 trilhão, ou 7% do PIB americano de US\$ 14,5 trilhões em 2007. Hoje o balanço do Fed encontra-se em US\$ 4,5 trilhões, ou 23% de um PIB de aproximadamente US\$ 19 trilhões.

Ao longo da crise, o Fed reduziu a taxa básica de juros, conhecida por *Fed Funds* (FF), para zero já no final do ano de 2008, em seguida ao agravamento da crise com a quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008. Após atingir o limite de juro nulo, o Fed ficou sem instrumento monetário básico. Assim, dado que não era possível reduzir ainda mais a taxa de juros – o que era necessário, pois a recessão se aprofundava, – o Fed decidiu alterar a estrutura a termo da taxa de juros.

O mercado de juros, também conhecido por mercado de renda fixa, determina taxas de juros para diversos prazos. Por exemplo, há notas do Tesouro com vencimento em um ano, dois anos, dez anos e até 50 anos. Há também a previsão do mercado para a trajetória futura das taxas de curto prazo, isto é, para a trajetória futura da FF. Se calcularmos a composição das taxas de curto para os diversos horizontes de tempo, nota-se que essa taxa será menor do que as taxas longas. Aparecerá um prêmio, chamado de prêmio de duração, em função da perda de liquidez que envolve o carregamento de um papel de longo prazo.

O instrumento de política monetária que sobrou foi atuar para reduzir o prêmio de duração. Dessa forma, o juro longo seria reduzido mesmo que não houvesse mais possibilidade de reduzir o juro curto. Uma maneira simples de pensarmos é que o prêmio de duração está associado ao preço relativo do título de longo prazo e do título de curto prazo. Trazer o prêmio a zero, por exemplo, isto é, fazer com que os títulos longos paguem a capitalização das taxas curtas de hoje até o vencimento do título longo, é equivalente a estabelecer que o preço relativo entre títulos de diversas maturidades, inclusive o título curto, seja 1. Para alterar o preço relativo, a forma do Fed atuar foi reduzir a oferta ao setor privado dos títulos de longo prazo, adquirindo-os no mercado. O Fed comprou um grande volume de notas do Tesouro americano de longo prazo, um pouco menos de US\$ 2 trilhões, além de títulos privados lastreados em hipotecas, também um pouco menos de US\$ 2 trilhões.

Financiou essa compra com emissão de moeda e reservas bancárias. Ou seja, no passivo do Fed a linha “reservas voluntárias dos bancos comerciais no BC” aumentou quase US\$ 4 trilhões. Essencialmente, se lembrarmos que o Banco Central é o banco dos bancos, o que ocorreu é que o dinheiro que o Fed criou para adquirir os títulos longos essencialmente ficou parado na conta corrente dos bancos comerciais no Fed.

A dúvida que todos têm é qual será a saída do Fed em relação a essa expansão do balanço. O plano do Fed é até 2020 reduzir o balanço em aproximadamente US\$ 1,4 trilhão, com US\$ 700 bilhões para cada tipo de ativo. O medo que diversos analistas têm é que, ao se desfazer dessa quantidade de títulos longos – em um período em que o Tesouro americano apresentará déficits primários e, portanto, estará emitindo nova dívida – ocorra fortíssima elevação do prêmio de duração, muito maior do que os valores observados nesses prêmios de duração em condições normais. Nesse caso, a forte abertura dos prêmios poderia reduzir pesadamente o investimento.

Assim, é possível que o Fed, a depender do comportamento dos prêmios conforme ocorra o processo de redução do seu balanço, decida desacelerar a redução do balanço. Neste caso, se houver espaço para elevação das taxas de juros em função do comportamento da inflação e das expectativas inflacionárias, o Fed elevaria os juros curtos mantendo o balanço maior. Os juros curtos e longos subirão, mas o prêmio de duração não se elevará (ou subirá bem menos).

Mas aí teremos o problema: como fica o passivo do Fed com juros maiores? O Fed terá que operar essencialmente como opera o Banco Central do Brasil. O balanço do BCB é enorme. Por volta de 31% do PIB. Os juros reais são por aqui muito elevados. A maneira de carregar um balanço grande em uma economia de juros positivos é remunerar o passivo. No Brasil, parcela significativa das reservas compulsórias – de depósito de prazo e de poupança – são remuneradas; a conta corrente do Tesouro no BC, chamada de conta única, rende taxa Selic; e o controle de curto prazo de liquidez é feito pelas operações compromissadas.

Vejamos do que se trata. Em função de juros reais positivos e de um balanço do BC muito elevado, nosso mercado de moedas é estruturalmente líquido. O BC operar enxugando a liquidez. Como? Entregando títulos do Tesouro que o BC tem no seu ativo com o compromisso de recomprá-los em até três meses. A diferença entre o que os bancos pagaram pelo título e o que o BC pagará na



recompra é a composição da taxa Selic no prazo da operação. No mercado americano esse tipo de operação, que nós chamamos de operação com compromisso de recompra, é chamado de operação com compromisso de recompra reversa. O motivo é que por lá o mercado de moedas era estruturalmente ilíquido: balanço do Fed pequeno e necessidade de controlar a liquidez criando liquidez (e não enxugando, como é nosso caso).

Ou seja, se o Fed não quiser reduzir rapidamente seu balanço em função de preocupações com o impacto deste processo sobre o prêmio de duração, ele terá que atuar como o BCB há anos opera: fará seus *reverse repurchase agreement*, ou nossas operações compromissadas, para que a taxa de juros do interbancário (seu mercado de moedas) se eleve conjuntamente com a elevação da meta na taxa básica.

Na há mistério. Todo a complexidade da política monetária americana nos próximos anos é calibrar quanto será a elevação da taxa básica de juros e quanto será a elevação do prêmio de duração e em qual velocidade.

Evidentemente todo esse processo dependerá dos sinais de que a inflação eleva-se. Penso que será somente questão de tempo. Os sinais quantitativos de normalização do mercado de trabalho e de que a economia começa a encontrar nível de crescimento estável por volta de 3%, bem acima do crescimento potencial, são claros. A volta da inflação é questão de tempo.

*Samuel Pessoa*

## 9. Observatório Político

### A Ascensão das Forças da Conciliação

Michel Temer vence a segunda votação na Câmara dos Deputados sobre as acusações de corrupção que lhe fez o Ministério Público. O STF aceita que a suspensão de mandatos e a imposição de medidas cautelares a parlamentares devam ser ratificadas pelo Poder Legislativo. Aécio Neves retoma sua cadeira de Senador. Aécio, até há pouco licenciado da presidência do PSDB e um dos principais esteios políticos de Temer, destitui o presidente interino da legenda, o também senador Tasso Jereissati, que deseja romper com o governo. O Congresso aprova um fundo de financiamento de campanha que concentra recursos nos maiores partidos, justamente os mais afetados por escândalos de corrupção. O mesmo Congresso faz uma reforma política gradual e minimalista, conquanto apontada na direção correta (isto é, a da redução do número partidos). Lula afirma que Dilma errou. Lula perdoo todos os ditos golpistas. Lula diz que o “Fora Temer” já deu o que tinha que dar. Dilma perdoo os que foram às ruas bater panelas contra ela. Temer escolhe a segunda colocada na lista tríplice dos indicados para a chefia da Procuradoria-Geral da República. O Palácio do Planalto designa um novo diretor-geral da Política Federal que, ao que tudo indica, terá outras prioridades que não a Lava Jato. Por último, é possível que o STF revogue a decisão de permitir a prisão de réus condenados em segundo instância, um dos mais relevantes instrumentos recentemente criados de que se tem valido o combate à corrupção.

*De quoi s'agit-il?*, perguntava insistentemente o então tenente-coronel Ferdinand Foch, futuro marechal, aos seus alunos quando lecionava na Escola Superior de Guerra da França antes do conflito mundial iniciado em 1914. Em bom português, trata-se de quê?

A resposta não é simples. Para alguns, trata-se do esforço de amplos setores de nossa desmoralizada classe política para escapar da cadeia e estancar a sangria causada pela Lava Jato. Em certo sentido, é isso, mas também é algo mais. Trata-se de uma série de movimentos – alguns coordenados, outros não – que trazem à superfície uma das mais poderosas forças da nossa história política, a força da conciliação.

Convém registrar que a conciliação não é algo exclusivamente retrógrado, reacionário. Almeja, sobretudo, moderar o ritmo das mudanças, não revogá-las. Isto é, a Lava Jato não será estancada, mas deverá ir a uma velocidade mais lenta, ditada pelos referidos movimentos. Muitos personagens e aspectos degenerados da nossa política vão se beneficiar disso, não há a menor dúvida. Entretanto, há de se reconhecer que muita gente que contribuiu decisivamente para a democratização do Brasil nas últimas três ou quatro décadas integra as forças da conciliação. Esta, é claro, embute também um forte elemento de conservadorismo, o qual inclui Lula e o PT, apesar de sua pesada retórica de esquerda. Mas é um erro achar que o novo padrão de luta contra a corrupção nascido entre 2013 e 2014 será abolido.

É patente o clima de depressão que paira sobre o Brasil por conta da ascensão das forças da conciliação nos últimos meses, mas, repita-se, é um exagero achar que essas têm a motivação e os recursos para cancelar cabalmente o processo de depuração desencadeado por setores do Judiciário e do Ministério Público com o apoio de opinião pública.

Além disso, há que se registrar iniciativas como a “Frente pela Renovação”, descrita por César Felício em matéria publicada no Valor Econômico.<sup>4</sup> Com base em tecnologias associadas às redes sociais, a Frente tenciona ajudar a eleger pelo menos cem deputados com ficha limpa e que empunhem uma plataforma econômica liberal. Haverá mais iniciativas desse tipo ao longo dos próximos meses. E ainda está por se ver que novidades em termos mobilização política oferecerá a esquerda não vinculada a Lula e ao PT. Trata-se, em suma, das forças de ruptura em choque frontal com as da conciliação. Um relativo êxito daquelas significará que haverá maior renovação parlamentar do que têm esperado diversos analistas.

Alterar consideravelmente o perfil do Congresso nas eleições de 2018 será fundamental para que o Brasil vislumbre uma nova fase de reformas, crescimento e modernização. Isso poderá não acontecer por conta dos movimentos listados no começo deste artigo. Porém, no pleito presidencial, a dinâmica tende a ser outra. É aqui que as forças de ruptura terão sua grande chance de prevalecer. São fortes candidatos a encabeçá-las Jair Bolsonaro, Joaquim Barbosa e, a depender de como conduzirão suas campanhas, Marina Silva, João Dionísio (do Partido Novo) e Luciano Huck. Lula, mesmo estando à frente nas últimas pesquisas de opinião, dificilmente vencerá a disputa pelo Palácio do Planalto no ano que vem, uma vez que hoje é um dos principais

---

<sup>4</sup> César Felício, “Grupo quer usar redes sociais para eleger bancada”, *Valor Econômico*, 13/11/2017, disponível em <http://www.valor.com.br/politica/5191217/grupo-quer-usar-redes-sociais-para-eleger-bancada>.

líderes das forças da conciliação, tem alta taxa de rejeição, enfrenta vários processos na Justiça e, afinal de contas, a onda rosa que varrerá a América Latina no começo do século XXI – e que Lula tanto encarnara – esgotou-se.

Todavia, uma eventual vitória das forças de ruptura só será liquidamente positiva para o país se houver considerável consonância entre o novo chefe do Executivo e o Poder Legislativo que emergir das urnas de outubro de 2018. Caso contrário, estamos fadados a repetir, mais uma cansativa vez, o que ocorreu em 1953-1954, 1955, 1961, 1963-1964, 1991-1992 e 2015-2016. Se isso é verdade, então, na eventualidade de termos um Congresso com uma feição parecida com a do atual, será melhor que o futuro presidente saia também das hostes da conciliação – por mais que isso contrarie o intenso desejo de mudança que hoje nutre a população. O Brasil, de fato, não é para amadores.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

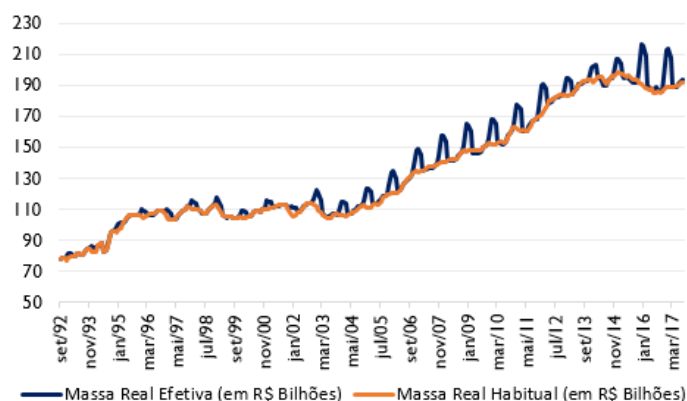
## 10. Em Foco IBRE: Aprimorando as previsões de consumo a partir do indicador de massa de rendimentos ampliada (MRT)

Nesta seção Em Foco, buscamos apresentar um indicador de massa de rendimentos que considere, como fonte de renda, não só os ganhos provenientes da atividade econômica, mas também os recebidos via benefícios de proteção social e benefícios previdenciários. Esperamos com isso obter resultados de rendimentos que melhor reflitam as mudanças ocorridas nas últimas décadas, marcadas por ampliação da concessão de benefícios sociais e de sua participação nos rendimentos médios das famílias. O total de rendimentos salariais com a inclusão dos benefícios assistenciais e previdenciários é denominado de massa salarial ampliada.<sup>5</sup>

Diante da significativa expansão dos gastos com proteção social e benefícios previdenciários do governo central, no âmbito da política de transferência de renda às famílias, a construção de um conceito ampliado de renda não poderia deixar de considerá-los, além, obviamente, dos rendimentos provenientes do trabalho.

Dessa forma, o primeiro passo para o cálculo de massa salarial ampliada está na determinação da massa de rendimentos do trabalho. Conseguimos estimar uma série longa de massa de rendimentos do

**Gráfico 13: Evolução da Série Retropolada da Massa de Rendimentos do Trabalho**  
(média móvel trimestral, em R\$ bilhões, constantes)



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

<sup>5</sup> O Bacen nomeia e divulga esse indicador como massa salarial ampliada (MSA). Por essa razão, adotamos essa nomenclatura para o indicador, embora massa de rendimentos seja provavelmente o termo mais apropriado, pois os benefícios previdenciários não constituem salário e, sim, um rendimento.

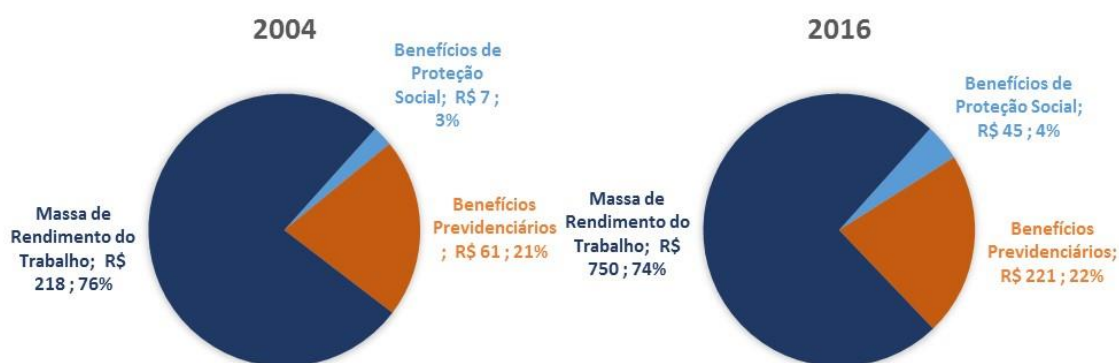
trabalho através de um método de retroposição<sup>6</sup> das séries da PNADC.<sup>7</sup> Os dados estimados para a massa de rendimentos do trabalho retropositada podem ser encontrados no Gráfico 13. No gráfico, observam-se as séries de massa de rendimentos do trabalho real efetiva e habitual. A massa real habitual constitui o montante dos rendimentos mensais pagos regularmente aos trabalhadores. Já a massa real efetiva é composta pelos montantes salariais habituais fixos acrescidos de pagamentos de bônus salariais e 13º salário. Esses pagamentos anuais de bônus e 13º geram picos periódicos na série de massa real efetiva, mais especificamente no período de dezembro a fevereiro. Importa notar que, para um cálculo mais preciso da massa salarial ampliada e para uma melhor aderência aos modelos que usam este indicador, é utilizado o conceito de rendimento efetivo, pois este capta todo o montante recebido pelo trabalhador no mês indicado.

Com a série de massa de rendimentos do trabalho obtida, realizamos o segundo passo para obter a massa salarial ampliada. Somamos à massa de rendimentos do trabalho os benefícios de proteção social (abono salarial, seguro-desemprego, Bolsa-Família e benefícios de prestação continuada) e os benefícios previdenciários (benefícios do RGPS, do RPPS e de fundos de pensão), para obtermos a massa salarial ampliada.

Uma vez construído o indicador, pode-se notar que a massa de rendimento do trabalho tem perdido espaço para os benefícios do governo. O Gráfico 14 explicita que a massa de rendimento do trabalho representava 76% da massa salarial ampliada em 2004; já em 2016 essa participação caiu para 74%. A massa de rendimentos do trabalho já chegou a representar mais de 80% do total da massa salarial ampliada.

**Gráfico 14: Composição da Massa Salarial Ampliada (MSA)**

(fotografia anual em 2004 e 2016, em R\$ bilhões correntes e part. %)



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

<sup>6</sup> Maiores detalhes sobre a metodologia de retroposição da massa de rendimentos do trabalho podem ser encontrados na Nota Técnica intitulada “Uma Metodologia Alternativa para Construção da Massa Salarial Ampliada” que está disponível no portal do IBRE.

<sup>7</sup> Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC).

O Banco Central do Brasil (BACEN) já divulga essa série, porém sem discriminar sua composição. O Gráfico 15 confronta o indicador de massa salarial ampliada da FGV/IBRE com o do BACEN. Como se nota, as séries ficam muito próximas entre si, exceto no final da amostra, quando há um pequeno descolamento de nível, embora o formato e o padrão sazonal continuem exatamente os mesmos.

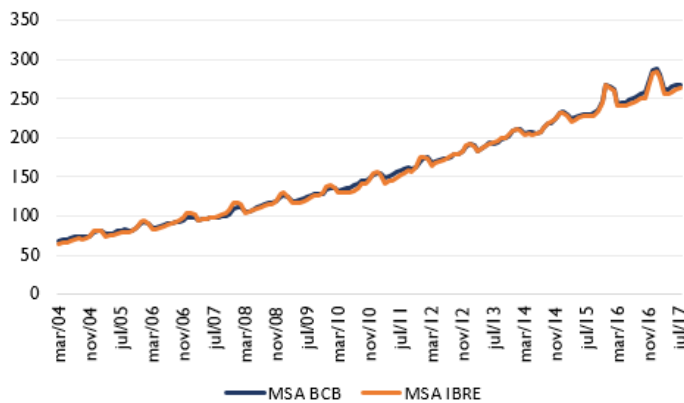
Para avaliar o poder preditivo do indicador, rodamos uma regressão linear simples entre o consumo das famílias e o indicador de massa salarial ampliada, controlando também pela taxa de juros real ex ante (taxa Selic descontada das expectativas de inflação para os próximos 12 meses da pesquisa FOCUS) e o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida, de modo a capturar o impacto do peso financeiro do serviço da dívida nas decisões de gasto das famílias.

O Gráfico 16 mostra o desempenho do modelo *in-sample* até o quarto trimestre de 2016.

Projetamos também, fora da amostra, o crescimento do consumo no primeiro e segundo trimestres de 2017. O modelo subestima o consumo em 0,3% no primeiro trimestre (-2,2% AsA ante -1,9% AsA) e em 1,0% no segundo trimestre (-0,2% AsA ante 0,7% AsA). Não é casual que o maior erro de projeção se situe no segundo trimestre, tendo em vista que os saques das contas inativas do FGTS, ocorridos entre março e julho deste ano, ficaram concentrados exatamente nesse período,

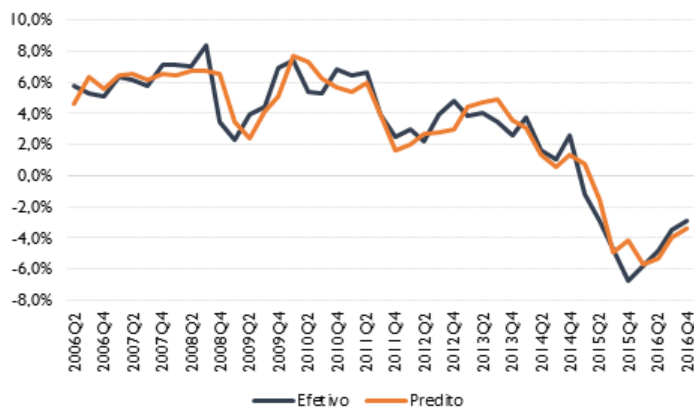
totalizando um montante de R\$ 44 bilhões de reais (ou 0,7% do PIB). Para incorporar e mensurar o potencial impacto desses recursos liberados nas despesas de consumo, incluímos os saques do FGTS no indicador de massa salarial ampliada. O Gráfico 17 mostra, em termos reais, a taxa de crescimento interanual do indicador, com e sem os recursos do FGTS. O impacto sobre a massa salarial ampliada foi relevante, produzindo maiores taxas de crescimento real, que passaram de 2,0% para 3,2% no primeiro trimestre, e de 4,3% para 7,8%, no segundo. Usando a série de massa salarial ampliada, acrescida dos recursos do FGTS, geramos novamente, no modelo de consumo,

**Gráfico 15: Evolução da Massa Salarial Ampliada (MSA)**  
(média móvel trimestral, em R\$ bilhões, correntes)



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

**Gráfico 16: Consumo das Famílias (AsA)**

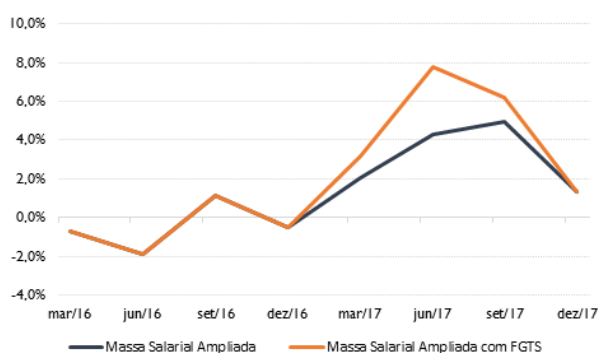


Fontes: IBGE; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.



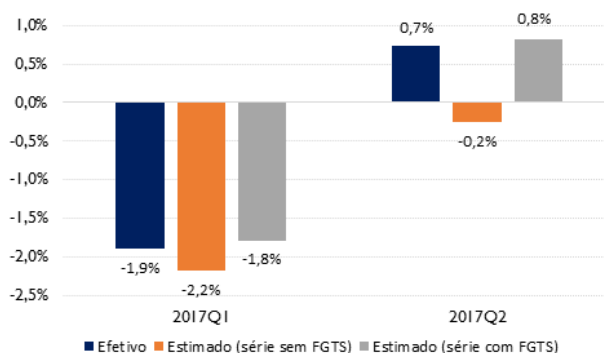
projeções fora da amostra para o primeiro e o segundo trimestres. Os resultados são impressionantes: enquanto projetávamos crescimento de -2,2% AsA no primeiro exercício, no segundo, projetamos -1,8% AsA (ante o crescimento efetivo de -1,9% AsA). No segundo trimestre, o modelo estima crescimento de 0,8% vis-à-vis o crescimento efetivo de 0,7% AsA (ante -0,2% AsA projetado no primeiro exercício). Os resultados estão resumidos no Gráfico 18.

**Gráfico 17: Massa Salarial Ampliada Real (AsA)**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 18: Consumo das Famílias: Efetivo x Predito (AsA)**



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

*Bruno Ottoni, Vilma Pinto e Julio Mereb*

## 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 24 de novembro 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.