

Notícias positivas no *front* doméstico, com ambiente externo em gradual transformação

As últimas semanas foram marcadas por surpresas positivas nos indicadores domésticos, mas também por turbulências nos mercados financeiros globais, que entendemos serem o sinal de que as condições macroeconômicas externas começam a caminhar mais rapidamente em direção à sua gradual normalização. O quadro geral continua sendo muito favorável a um bom desempenho da economia brasileira este ano, mas o espaço para procrastinar na adoção de reformas, ainda que não esteja em vias de acabar, está se encurtando.

Os indicadores mais recentes de atividade econômica têm corroborado nossas expectativas de crescimento mais robusto este ano. Enquanto isso, no terreno inflacionário, se observaram novas surpresas baixistas. Por um lado, em virtude do ciclo benigno de chuvas desde dezembro do ano passado, que deve levar a condições de oferta que manterão a inflação de alimentos em baixo patamar por mais tempo que antes antecipado. Por outro lado, em que pesem as controvérsias em torno da real magnitude do hiato do PIB, os componentes da inflação mais sensíveis ao ciclo econômico, como os serviços subjacentes, continuam indicando que a economia ainda opera com substancial capacidade ociosa, validando a extensão do atual ciclo de flexibilização monetária, com mais um corte de 25 pontos-base da taxa de juros. Isso reforça nossa expectativa de uma alta significativa da demanda doméstica, em parte puxada pela expansão do crédito.

No ambiente externo, no entanto, algumas mudanças no cenário até então atipicamente benigno começam a emergir. O cenário de aceleração do crescimento nas principais economias do mundo e de moderada re-inflação global manteve-se em curso nos últimos meses. Isso reforça a expectativa de que a normalização das condições monetárias tanto na Europa como, principalmente, nos Estados Unidos manterá o curso previsto e pode até ser um pouco acelerada. Inclusive por conta do impulso fiscal derivado do pacote tributário do governo Trump, lançado em um momento em que o mercado de trabalho se encontra próximo ao pleno emprego e a capacidade ociosa da economia praticamente suprimida. O pacote deve acelerar a inflação em algum momento, ainda que não seja claro quanto, quando e que tipo de reação despertará no Fed. Tudo isso se traduziria em elevações mais consistentes das taxas de juros internacionais, o que, por sua vez, teria reflexos na condução da política monetária e na curva de juros aqui no Brasil.

Ainda assim, não há muitas dúvidas de que o cenário de liquidez global abundante deve continuar no curto e médio prazos, mas agora sujeito a maior volatilidade nos mercados internacionais, em função da maior incerteza sobre a evolução da política monetária americana. Subsidiariamente, e isso deve nos ajudar, os sinais são de que o dólar deve permanecer próximo ou até mais fraco do que o patamar atual.

Na Europa, por sua vez, os dados econômicos também continuaram evoluindo favoravelmente, com sinais de maior crescimento das economias e tendência moderada de re-inflação. Em termos de política monetária, o plano de voo original segue firme – o *tapering* será mantido até setembro, e dali em diante a política monetária evoluirá de acordo com os indicadores de crescimento e inflação. Continua valendo, porém, o cenário central de ajustes nas condições monetárias tão pequenos quanto possíveis, de forma a não abortar o processo de recuperação do crescimento.

Do ponto de vista das contas externas, o Brasil parece aparelhado para lidar, no curto prazo, com as turbulências que podem advir de uma reversão mais drástica das condições monetárias e financeiras internacionais. Não obstante, esse quadro vai limitando gradualmente o espaço que ainda existe para protelar a solução dos problemas fiscais estruturais do nosso país. Irá esse risco viabilizar reformas mais significativas? Não acreditamos nisso: protelar tem sido exatamente a conduta escolhida pelo corpo político brasileiro desde pelo menos o segundo semestre de 2017, e cada vez mais os políticos vão se voltar para a disputa eleitoral que se avizinha este ano, não para as reformas.

O mercado financeiro, por sua vez, continua anestesiado pelo abundante fluxo de notícias positivas no *front* doméstico e pela elevada liquidez internacional, na expectativa de que o próximo ocupante da Presidência da República terá de inevitavelmente lidar com a agenda de reformas de que o país necessita.

Dito isso, um resumo dos temas analisados neste Boletim inclui os seguintes destaques:

1. Após a divulgação completa dos indicadores de atividade econômica relativos ao quarto trimestre, mantivemos a projeção de alta de 0,2% TsT (2,4% AsA) para o PIB neste período, consistente com um crescimento de 1,1% em 2017. A projeção para 2018, no entanto, subiu 0,1 ponto percentual (pp), para 2,9%, em função, por um lado, de melhores perspectivas para a produção agropecuária este ano – consequência do ciclo benigno de chuvas em dezembro de 2017 e janeiro de 2018, que beneficiou alguns dos cultivos de maior peso – bem como, por outro, de resultados mais positivos observados na atividade industrial. [\(Seção 1\)](#)

2. Nas sondagens, os índices de confiança dos agentes econômicos continuaram avançando em janeiro, sinalizando a continuidade da retomada da economia brasileira neste primeiro semestre. A fotografia desses indicadores, no entanto, ainda capta níveis muito baixos nos índices que retratam a situação atual e níveis próximos à neutralidade nos que medem as expectativas. No âmbito empresarial, a melhor notícia deste início de ano foi a confirmação da aceleração da recuperação do setor da Construção. O sinal mais evidente desse movimento nas sondagens é o fato de que, pela primeira vez desde o início da crise de 2014-2016, a confiança do setor está avançando mais rapidamente que a dos demais grandes setores econômicos. [\(Seção 2\)](#)

3. Sobre o mercado de trabalho, os últimos dados publicados, referentes a dezembro de 2017, dão sinais positivos de recuperação. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) foi de 11,8% em dezembro, seguindo a tendência de gradual declínio observada ao longo de 2017, embora esse resultado ainda permaneça muito distante do nível pré-crise. Entre os fatores que contribuíram para a queda do desemprego em dezembro está a surpreendente reação da população ocupada (PO) com carteira assinada. Com efeito, o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) registrou destruição líquida de “apenas” 330 mil vagas em dezembro de 2017, melhor resultado para este mês desde 2007. Ajustado sazonalmente, esse número representa uma criação expressiva de 112 mil vagas formais no último mês do ano passado. Antevemos um crescimento absoluto mais intenso do emprego formal em 2018, mas não acreditamos que ele irá superar o aumento também intenso do

emprego informal. Assim, projetamos um ganho de participação das ocupações informais na PO total. [\(Seção 3\)](#)

4. No campo da inflação, nossos analistas discutem a primeira divulgação do IPCA de 2018, que trouxe uma agradável surpresa: a menor inflação para janeiro desde a implantação do Plano Real. O aumento do volume de chuvas, ainda no final de 2017, recompôs o nível de importantes reservatórios nas principais regiões do país, levando a Aneel a autorizar a alteração da bandeira tarifária de vermelha para verde. Só esse movimento garantiu recuo de 4,7% nas contas de energia. Outra importante contribuição para a desaceleração da inflação em janeiro partiu dos serviços livres. Contrariando a lógica da sazonalidade de início de ano, os preços desses serviços permaneceram sem alteração significativa, variando apenas 0,06% no período. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, discute-se a seguinte questão: haveria espaço para nova redução dos juros? A esse respeito, por meio da ata da mais recente reunião do Copom, os dirigentes do Banco Central sinalizaram que, na ausência de alteração relevante do cenário básico, seria adequado interromper o atual processo de flexibilização monetária. Acrescentaram, porém, que estavam abertos à possibilidade de um moderado movimento adicional de flexibilização, na hipótese de eventual mudança favorável do cenário e do balanço de riscos. O fato de dirigentes do BC acreditarem que a possibilidade de precisarem reverter determinada decisão mais adiante não constitui obstáculo para agirem hoje, de acordo com o cenário percebido, nos anima a realmente considerar a hipótese da queda adicional de 25 pontos em março. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seara fiscal, o tema é a elasticidade receita-PIB. Há certo otimismo quanto ao desempenho da arrecadação recente das receitas federais, devido a esta ter aumentado muito acima do PIB em 2017. A se confirmar o crescimento de 1,1% da economia em 2017, uma alta real de 3,4% das receitas administradas significaria que estas tiveram performance muito superior à da economia. Ocorre que em 2017 houve receitas atípicas sem contrapartida em 2016, que contribuíram bastante para esse resultado. Nossa analista conclui que, quando retirados esses efeitos, a arrecadação cresceu apenas 1,0% em termos reais na comparação com 2016. Ou seja, o crescimento da arrecadação esteve em linha com a expansão da economia. [\(Seção 6\)](#)

7. A seção sobre contas externas complementa a discussão feita no Boletim de janeiro, com uma análise das perspectivas para 2018 das contas de serviços e de renda primária do balanço de pagamentos. Assim como no caso da balança comercial, o resultado dessas contas este ano deverá ser menor do que o de 2017. Dessa forma, esperamos que as contas de serviços e de renda primária também contribuam para o aumento no déficit em transações correntes em 2018. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção sobre o panorama internacional, o tema é a relação entre o *Trumpeconomics* e a moeda americana. Para o nosso analista, as novas medidas fiscais aprovadas pelo governo americano no congresso devem produzir uma elevação do déficit público de aproximadamente 2

pontos percentuais do PIB, o que resultará em uma valorização da moeda americana. O argumento é que o aumento do déficit público geralmente produz um desequilíbrio entre oferta e demanda preferencialmente sobre os serviços não transacionáveis. A consequência é uma pressão sobre a inflação de serviços e uma realocação do sistema produtivo para elevar a produção de serviços e reduzir a produção de bens. Em resumo, esse processo requer uma valorização do câmbio. Pode haver desvalorização da moeda em seguida a uma piora fiscal? Sim, se houver a percepção de que o risco país aumentou. Nesse caso haverá saída de recursos e o câmbio imediatamente desvalorizar-se-á. Os juros terão que se elevar mais do que a elevação do risco país para que parte do déficit externo seja financiado por poupança externa. Não parece, no entanto, que haverá dificuldades para o financiamento, ao menos em um primeiro momento. Portanto, o fortalecimento da moeda americana somente não ocorrerá se o FED demorar muito para elevar os juros e houver um processo inflacionário maior. Porém, não parece ser esse o caso. [\(Seção 8\)](#)

9. Por fim, a seção Em Foco discute a conjuntura econômica e política chinesa. Desde ao menos 2012, a China persegue um gradual processo de transformação econômica e social. Sob a liderança de Xi Jinping e Li Keqiang, o país implementou inúmeras medidas, buscando as chamadas “Duas Metas Centenárias”: tornar o país moderadamente desenvolvido até 2021, e colocá-lo em rota de se transformar em uma “sociedade socialista forte, democrática, civilizada, harmônica e moderna” até 2049. Do lado positivo, as pontas mais visíveis desse processo foram a contínua ascensão dos setores de consumo e serviços, uma desaceleração do crescimento agregado em meio à correção de excessos de capacidade e uma crescente preocupação social. Nem tudo foram flores: o endividamento agregado continuou avançando, permaneceu a repressão social e política, houve sensível piora no resultado fiscal e o processo de abertura da conta capital foi, na prática, revertido. Ainda que com eventos para ambos os lados, o pêndulo se manteve do lado reformista na maior do tempo. O ano de 2017, no entanto, trouxe uma dinâmica um pouco distinta: seja por motivos externos como a ascensão de Trump e questões geopolíticas na península coreana, seja por motivos domésticos como a transição política representada pelo 19º Congresso do Partido Comunista Chinês, é fato que o ímpeto reformista perdeu força no ano passado. Os acontecimentos de 2017 devem ser vistos como um desvio temporário ou como um abandono da agenda reformista? Ainda que permaneçam dúvidas quanto às reais intenções do governo, os sinais mais recentes favorecem a primeira interpretação. [\(Seção 9\)](#)

Boa leitura!

Armando Castelar Pinheiro, Silvia Matos e Julio Mereb

1. Atividade Econômica

Indicadores de curto prazo vão na direção de atividade econômica melhor em 2018

Em dezembro, os indicadores de atividade econômica mantiveram o desempenho benigno dos últimos meses, corroborando as perspectivas de continuidade da recuperação da economia brasileira. Após a divulgação das pesquisas de atividade na indústria, no comércio e nos serviços, mantivemos a projeção de alta de 0,2% TsT (2,4% AsA) para o PIB no quarto trimestre (Tabela 1), condizente com um crescimento de 1,1% em 2017. A projeção de 2018, no entanto, subiu 0,1 ponto percentual (pp) para 2,9% em função, por um lado, de melhores perspectivas para a produção agropecuária este ano, bem como, por outro, de resultados mais positivos observados na atividade industrial. O Monitor do PIB-IBRE/FGV referente a dezembro, finalmente, registrou crescimento de 0,9% MsM (1,9% AsA).

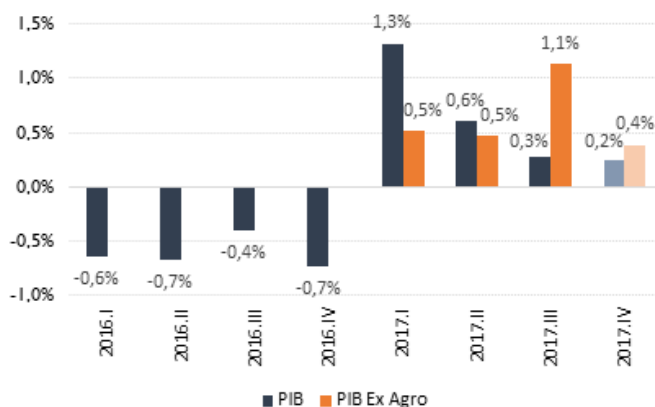
As primeiras projeções de safra divulgadas pelo IBGE referentes a 2018 – ainda com um panorama incompleto dos cultivos monitorados pelo instituto – sugeriam acentuada queda da produção este ano, em sequência ao exuberante comportamento do setor agrícola em 2017. Enquanto os dois primeiros prognósticos publicados no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) apontavam recuos, respectivamente, de 8,9% e 9,2% para a safra agrícola de 2018, o levantamento de janeiro, já com o quadro completo de todas as safras, apresentou uma sensível melhora, prevendo recuo de 6,0%. A melhora deve-se ao ciclo benigno de chuvas em dezembro de 2017 e janeiro de 2018, que beneficiou alguns dos principais cultivos, como a soja, por exemplo. A produção pecuária, por outro lado, deve contribuir favoravelmente para o desempenho da agropecuária este ano, em consequência não só das condições de oferta, mas também da recuperação da massa salarial no mercado de trabalho.

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2017.IV (TsT)	2017.IV (AsA)	2017	2018
Consumo das Famílias	0,4%	2,9%	1,0%	3,1%
Consumo do Governo	0,5%	0,0%	-0,5%	0,2%
Investimento	1,7%	3,5%	-1,9%	5,4%
Exportação	-0,6%	9,7%	5,3%	5,7%
Importação	2,4%	9,2%	5,3%	6,7%
PIB	0,2%	2,4%	1,1%	2,9%
Agropecuária	-0,3%	5,1%	12,8%	-0,2%
Indústria	0,5%	2,8%	0,1%	3,9%
Extrativa	-0,8%	0,5%	4,5%	4,2%
Transformação	1,5%	5,8%	1,6%	5,8%
Construção Civil	-0,2%	-1,5%	-5,0%	1,1%
Eletricidade e Outros	0,6%	1,6%	1,3%	0,9%
Serviços	0,3%	2,0%	0,3%	2,4%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

Gráfico 1: PIB Total e Sem Agropecuária com Ajuste Sazonal (TsT)



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

As demais informações de curto prazo também vão na direção de um cenário mais favorável ao crescimento em 2018. Emergiu alguma incerteza, no entanto, quanto ao desempenho do comércio varejista nos próximos meses, em virtude da distorção provocada pelo calendário da *Black Friday* no padrão sazonal do último trimestre do ano passado. Com exceção de novembro, houve duas surpresas acentuadamente negativas em outubro e dezembro, ao mesmo tempo que os primeiros indicadores coincidentes de 2018 apontam um crescimento bastante moderado das vendas em janeiro. Resta aguardar a divulgação de mais informações para saber se o consumo deverá reagir conforme vêm sugerindo a melhora dos indicadores de mercado de trabalho e crédito.

Face a esse cenário, nossa expectativa é de que a economia brasileira cresça 1,1% em 2017 e 2,9% em 2018, contando com impactos defasados do ciclo de queda da taxa básica de juros e do patamar bem comportado do câmbio, influenciado pelo ambiente externo ainda positivo, porém em gradual transformação. Conjugado a isso, a evolução do pleito eleitoral este ano continua indefinida.

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

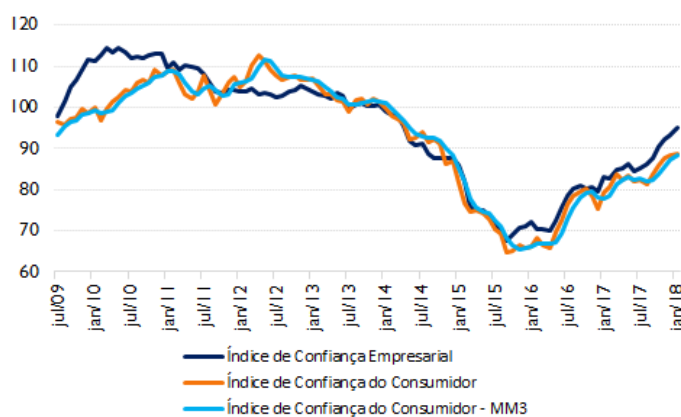
Construção sai do fundo do poço

Os índices de confiança dos agentes econômicos continuaram avançando em janeiro, sinalizando perspectivas de continuidade da retomada da economia brasileira neste primeiro semestre. A fotografia desses indicadores, no entanto, ainda capta níveis muito baixos nos índices que retratam a situação atual e níveis próximos à neutralidade nos que medem as expectativas.

A percepção do consumidor em relação à situação presente continuou melhorando em janeiro, mas o nível do Índice da Situação Atual (ISA) continua muito baixo. O consumidor percebe alguma melhora nas condições do mercado de trabalho, avalia que a inflação está sob controle, mas tem dificuldades em reequilibrar o orçamento. A boa notícia é que alguns indicadores que costumam antecipar tendências de consumo vêm evoluindo favoravelmente. Dentre esses, na

Sondagem do Consumidor, nota-se a redução da proporção de famílias que afirmam estar “tirando recursos da poupança para cobrir gastos correntes”. Após atingir o recorde de 18,1% das famílias em abril de 2016, essa condição desfavorável caiu para 11,8% do total em janeiro deste ano, um número próximo da média de 10% entre 2009 e 2017.

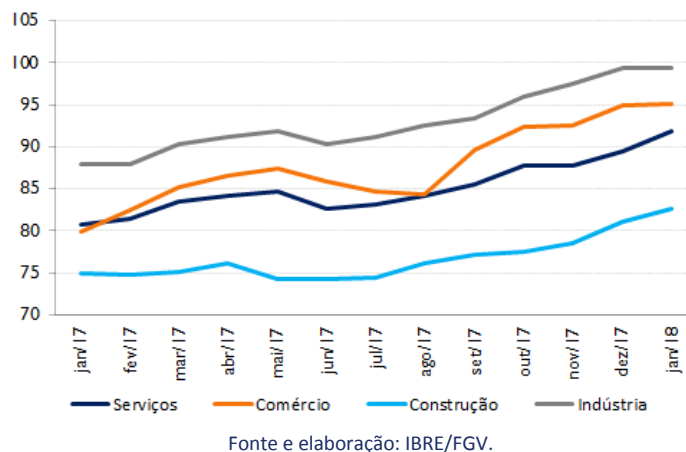
Gráfico 2: Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor
(Dados padronizados e dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

No âmbito empresarial, a melhor notícia deste início de ano foi a confirmação da aceleração da recuperação do setor da Construção. O sinal mais evidente desse movimento nas sondagens é o fato de que, pela primeira vez desde o início da crise de 2014-2016, a confiança do setor está avançando mais rapidamente que a dos demais grandes setores econômicos. E por motivos virtuosos. Antes de janeiro, no único mês em que a confiança do setor havia crescido mais que a dos demais (em médias trimestrais) desde 2014, o motivo havia sido que a confiança do setor já estava tão baixa que não chegou a ser abalada pela turbulência decorrente da divulgação da conversa do Presidente Temer com o empresário Joesley Batista.

Gráfico 3: Índices de Confiança Setoriais (dessazonalizados)



A Construção enfrentou dificuldades nos últimos anos que foram muito além da recessão de 2014-2016: houve perda da capacidade de endividamento da população, encerrando o longo ciclo iniciado em meados da década passada, desaceleração dos programas de habitação popular e de investimentos em infraestrutura e perdas financeiras de grandes empresas por conta do envolvimento de seus dirigentes em práticas de corrupção identificadas pela Operação Lava-Jato. Nenhum desses problemas está inteiramente equacionado e isto será um fator restritivo a uma retomada exuberante. Mas a evolução positiva dos indicadores da situação atual desde junho passado e o avanço recente dos indicadores de expectativas sugerem que a recuperação do setor já está em curso.

Uma confirmação da mudança de humor da Construção é a expressiva melhora recente dos indicadores de ímpeto de contratação de mão de obra. Ainda que a Construção seja o único setor em que a proporção de empresas prevendo aumentar o quadro de pessoal nos três meses seguintes é ainda superada pela proporção das que preveem enxugamento, a diferença caiu de um saldo de -8 pontos percentuais (pp) para outro de -2 pp na virada entre dezembro e janeiro. Se essa tendência persistir, é provável que o setor volte a contratar nos próximos meses.

Com a retomada da Construção, consolida-se o quadro de recuperação da economia e ganha força o cenário de crescimento com recuperação do emprego em 2018.

Aloisio Campelo Jr. e Itaiгуara Bezerra

3. Mercado de Trabalho

Emprego formal finalmente reage

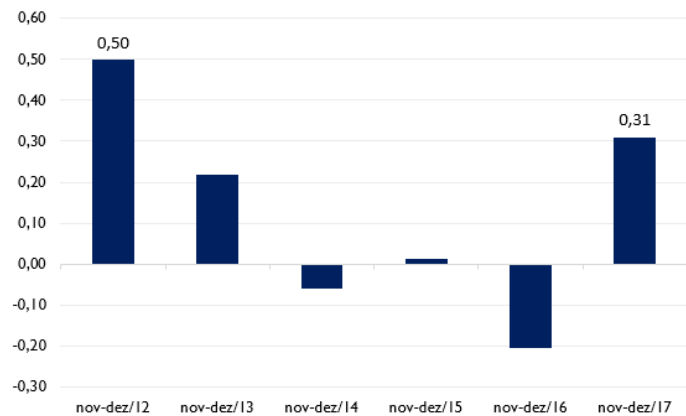
Os últimos dados do mercado de trabalho, referentes a dezembro de 2017, apontam sinais positivos de recuperação. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) registrou 11,8% em dezembro, seguindo a tendência de gradual declínio observada ao longo de 2017. Esse resultado, embora ainda muito distante do nível pré-crise (6,5% em dez/14), representa um retorno ao patamar observado um ano antes (12,0% em dez/16). Entre os fatores que

contribuíram para a queda do desemprego de dezembro está a surpreendente reação da população ocupada (PO) com carteira assinada, como podemos observar no Gráfico 4. Neste gráfico, nota-se que o emprego formal registrou forte alta de 0,31% no período de novembro a dezembro de 2017. Trata-se do crescimento, de fim de ano, mais intenso da PO formal desde 2012.

Outro importante sinal positivo, observado em dezembro do ano passado, foi a perda relativamente pequena de vagas formais, segundo os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED). O CAGED registrou destruições líquidas de apenas -330 mil vagas em dezembro de 2017. Esse resultado negativo, verificado em mês de forte eliminação sazonal de vagas temporárias, é o melhor resultado para dezembro desde 2007. Além disso, quando realizado o ajuste sazonal, esse número representa uma criação expressiva de 112 mil vagas formais no último mês do ano passado.

Ambas as pesquisas de dezembro apontam uma intensificação na geração absoluta de vagas formais. Esse avanço da contratação formal no final de 2017 é consequência da contínua recuperação da atividade econômica, fenômeno observado desde o início do ano passado. A retomada, por sua vez, é consequência de um ambiente doméstico estimulado pela queda de juros, gradual recuperação do crédito e aumento do consumo. Desse modo, observamos que a retomada do crescimento finalmente conseguiu gerar impactos significativos sobre o mercado de trabalho em termos de empregos formais, menos precários e de melhor qualidade, no último mês do ano passado.

Gráfico 4: Variação da PO com Carteira Assinada (em %)



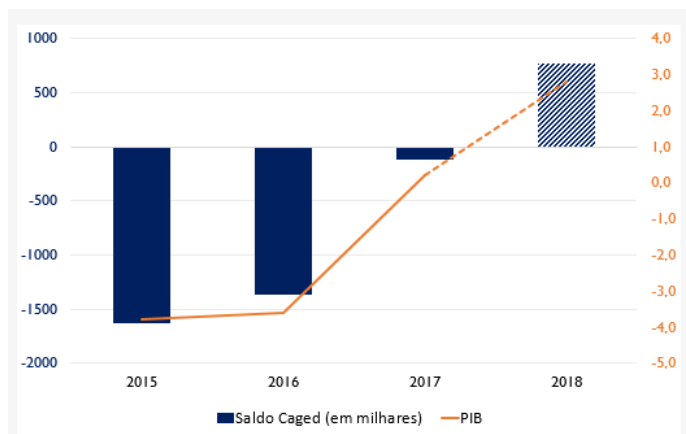
Fonte: PNAD / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Com isso, esperamos para o ano de 2018 uma intensificação no ritmo de recuperação absoluta do emprego formal em meio a uma acentuação na retomada da atividade econômica, como podemos notar no Gráfico 5. Neste gráfico, observamos que o CAGED obteve saldo líquido de -123 mil vagas em 2017, contra -1,63 milhão e -1,37 milhão em 2015 e 2016, respectivamente.¹ Chama atenção a forte correlação entre os dados de emprego formal e o crescimento do PIB no período apresentado no gráfico.

Desse modo, esperamos para 2018, em meio a um crescimento projetado de 2,9% do PIB, um saldo acumulado de 768 mil de vagas no CAGED.

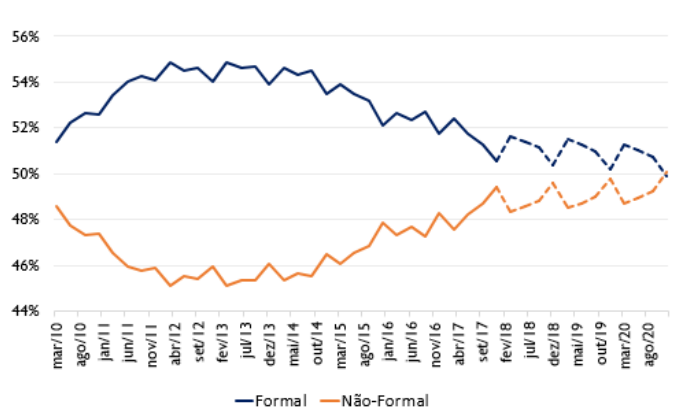
É importante ressaltar que os efeitos de formalização provenientes da reforma trabalhista não foram considerados em nossas projeções de emprego formal. Tais efeitos ocorrerão de forma gradual e somente percebidos mais claramente no longo prazo. Dito isso, acreditamos que nossa projeção de crescimento absoluto do emprego formal, em 2018, não será suficiente para compensar o aumento também intenso do emprego informal, previsto para o mesmo ano. Assim, projetamos um ganho de participação da informalidade na composição da PO total, como podemos encontrar Gráfico 6. Neste gráfico, observamos uma tendência de gradual crescimento relativo do emprego informal, em termos de participação na PO total, o que acarreta uma taxa de informalidade superior à taxa de formalidade ao final de 2020.²

Gráfico 5: Evolução do Emprego Formal X Atividade



Fontes: Caged e PIB (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 6: Participação (em %)



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

¹ Dados calculados a partir da subtração do total de registros de admitidos do total de registros de desligados. Foram consideradas no cálculo somente as movimentações registradas dentro do prazo de entrega do formulário de cada mês. Quando incluídas as movimentações registradas fora do prazo, os referidos saldos acumulados apresentam valores alterados para -1,53 milhão, -1,37 milhão e -21 mil em 2015, 2016 e 2017, respectivamente.

² É importante ressaltar que as projeções de longo prazo, até 2020, estão mais sujeitas a imprecisões.

Alguns fatores importantes podem explicar essa progressiva alta na taxa de informalidade até 2020: i) os elevados custos de contratação, que levam empregadores a optar pela via informal; ii) o contínuo influxo de pessoas à força de trabalho, dado o crescimento vegetativo populacional; iii) o efeito denominado pela literatura econômica de “histerese”, segundo o qual indivíduos encontram dificuldades de serem alocados em empregos de maior qualificação após períodos prolongados de permanência no desemprego. Notamos assim que, mesmo a forte geração absoluta de vagas formais, projetada a partir de 2018, não será suficiente para absorver o excesso de contingente de trabalhadores desempregados e inativos. Estes, por sua vez, recorrerão ao emprego informal, contribuindo para uma redução no peso relativo da formalização no mercado de trabalho.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

Uma agradável surpresa

Tradicionalmente, a inflação de janeiro – assim como a de todo o primeiro trimestre – apresenta-se como a mais elevada quando comparada aos demais meses do ano.

Isso ocorre devido a choques de oferta de alimentos *in natura* e de reajustes de preços monitorados, que juntos contribuem para impulsionar a inflação no primeiro mês do ano.

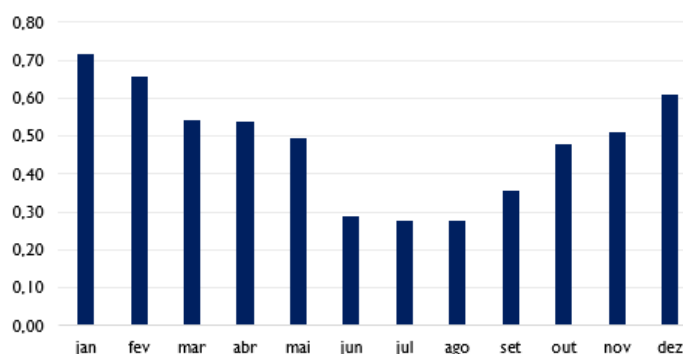
Os alimentos *in natura* refletem em seus preços as reduções de oferta, que são provocadas pela volatilidade do clima no verão. Este ano a situação não foi diferente. Os preços apresentaram em janeiro comportamento explosivo, registrando inflação de dois dígitos para o item tubérculos, raízes e legumes do IPCA, cujos valores subiram em média 22,1%.

Além disso, os preços monitorados tradicionalmente exercem influência sobre a taxa de inflação do primeiro mês do ano. A começar pelo transporte público, pois é quando as principais categorias – trens, metrô e ônibus – reajustam suas tarifas.

No entanto, contrariando a expectativa, o que se observou de dezembro para janeiro foi a desaceleração da inflação, puxada principalmente pelo comportamento atípico dos preços monitorados.

Entre 2007 e 2017, os preços monitorados apresentaram, para o mês de janeiro, alta média de 0,8%. Mas em 2018, essa classe de serviços subiu apenas 0,2%, na variação média.

Gráfico 7: Variação (%) Média do IPCA para Cada Mês do Ano, Calculada com Base nos Resultados Apurados entre 2007 e 2017



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

O efeito adverso teve como causa a tarifa elétrica residencial. O aumento do volume de chuvas, ainda no final de 2017, recompôs o nível de importantes reservatórios nas principais regiões do país, mitigando o risco de aumentos do preço da energia. A recompensa veio já no início de 2018, quando a Aneel autorizou a alteração da bandeira tarifária de vermelha para verde. Só esse movimento garantiu recuo de 4,7% nas contas de energia, o que, por sua vez, contribuiu para a desaceleração da inflação.

No grupo alimentação e bebidas – afora os alimentos *in natura*, que registraram elevação nos preços devido à sazonalidade – os alimentos processados surpreenderam positivamente. Na média histórica, tais itens registram alta de 0,9% no primeiro mês do ano, mas em 2018 o aumento foi de apenas 0,05%. No mês passado, segundo o IPCA, itens importantes da cesta básica tiveram queda em seus preços, com destaque para leite tipo longa vida (-0,7%), feijão carioca (-3,3%) e aves e ovos (-0,5%).

Outra importante contribuição para a desaceleração da inflação em janeiro partiu dos serviços livres. Esse conjunto de itens tradicionalmente apresenta elevação em seus preços devido ao aquecimento da demanda no período de férias. No entanto, contrariando a lógica da sazonalidade, permaneceram sem alteração significativa. Nos últimos dez anos, a variação média dos serviços livres em janeiro foi de 0,7%. Já em 2018, a alta foi de apenas 0,2%.

O item alimentação fora do domicílio, influenciado pelas férias de verão, registra com frequência aumento de preços de quase 1% nos meses de janeiro. Mas o que se observou este ano foi variação de 0,06% no período – percentual historicamente baixo para esta época do ano.

Com essas significativas contribuições, a inflação nos trouxe uma agradável surpresa no início de 2018: a menor inflação para janeiro desde a implantação do Plano Real.

E, se o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da FGV é capaz de antecipar o que acontecerá no IPCA, a inflação deverá continuar a surpreender para baixo em fevereiro.

Segundo o IPA, os preços dos alimentos *in natura* devem desacelerar em fevereiro, anunciando o abrandamento dos efeitos sazonais. Esse conjunto de itens registrou queda de 1% no IPA-10 de fevereiro, contra alta de 2,3% no mês passado. Os alimentos processados também estão seguindo essa tendência. Em janeiro, registraram alta de 0,6%, mas na apuração do IPA-10 de fevereiro caíram 2,1%.

Para este mês, a pressão altista de maior destaque virá do reajuste das mensalidades escolares. Segundo o Monitor da Inflação da FGV, o IPCA de fevereiro deverá subir 0,4%, e mais de 40% deste resultado virá do reajuste dos cursos regulares, que devem subir em média 5,7%.

Pelo apurado na primeira quinzena de fevereiro, se não fosse o reajuste das mensalidades escolares, o IPCA registraria alta de 0,26% – número abaixo do registrado pelo IPCA de janeiro. Isso mostra que a inflação deverá seguir surpreendendo no primeiro trimestre de 2018, aliviando o orçamento das famílias e mantendo-se no rol das boas notícias macroeconômicas.

5. Política Monetária

O futuro da acomodação monetária

Recuperação consistente da economia, que ainda opera com elevado grau de capacidade ociosa dos fatores de produção, comportamento favorável da inflação, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis confortáveis ou baixos, e ambiente externo também favorável, a despeito da volatilidade recente das condições financeiras no mundo desenvolvido. Estas são as linhas gerais do cenário básico com o qual trabalha o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil.

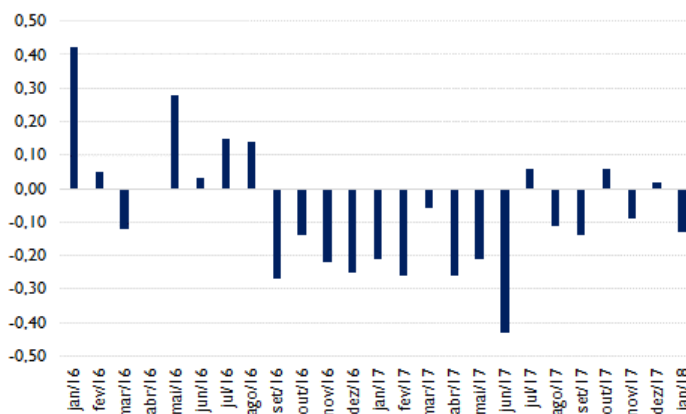
Dado que a flexibilização da política monetária posta em prática a partir de outubro de 2016 tem constituído o principal elemento explicativo da atual fase de recuperação da economia brasileira, é natural que todos se perguntem sobre os riscos de alteração do cenário percebido pelo Copom. Por certo, existem riscos para ambos os lados, ou seja, o quadro tanto pode mudar no sentido de permitir o prolongamento do atual estágio de acomodação monetária por tempo ainda mais longo que o imaginado, abrindo-se inclusive a oportunidade para nova redução da taxa Selic, quanto pode mudar no sentido de levar o Banco Central a começar mais cedo o trabalho de remoção da mencionada acomodação.

Iniciando pela discussão acerca do próximo passo da política monetária, haveria espaço para nova redução dos juros? A esse respeito, por meio da ata da mais recente reunião do Copom, de 6 e 7 de fevereiro, os dirigentes do BC sinalizaram que, na ausência de alteração relevante do cenário básico, seria adequado interromper o atual processo de flexibilização monetária. Acrescentaram, porém, que estava aberta a possibilidade de um moderado movimento adicional de flexibilização, na hipótese de eventual mudança favorável do cenário e do balanço de riscos.

A nosso ver, para que os juros cedam ainda mais, para 6,5%, dois requisitos precisam ser observados. Primeiro, que as condições financeiras internacionais apresentem comportamento favorável até a reunião de 20/21 de março. Eventual piora consistente dessas condições eliminaria qualquer chance de queda adicional da taxa Selic. Segundo, atendido o primeiro requisito, seria preciso outra boa surpresa no campo da inflação. Surpresa desse tipo certamente não pode ser descartada. Afinal, como mostra o Gráfico 8, nas últimas 17 oportunidades, a mediana

Gráfico 8: Desvios Mensais Entre as Taxas Observadas de Inflação e as Medianas Focus Estimadas com Defasagem de Um Mês

(em pontos)



Fonte: IBGE; Focus (BCB). Elaboração: IBRE/FGV.

das projeções mensais do IPCA, estimada sempre com defasagem de um mês, ficou acima da taxa observada de inflação 14 vezes. Em poucas palavras, o mercado superestimou a inflação na esmagadora maioria dos casos. Em janeiro, por exemplo, o desvio foi excepcionalmente expressivo, ou seja, mediana de 0,42% contra inflação observada de 0,29%. Importante mudança na dinâmica da inflação tornou ainda mais difícil o exercício de previsão.

Acrescente-se a isso a constatação de que, como assinalado na própria ata, com base nas trajetórias de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, “as projeções de inflação do Copom para 2018 e 2109 permanecem em torno de 4,2%”. Isto significa que estão muito perto das metas, sendo desaconselhável promover um movimento adicional de acomodação monetária, a não ser nas condições acima explicitadas. O fato de dirigentes do BC serem da opinião de que a possibilidade de precisarem reverter determinada decisão mais adiante não constitui obstáculo para agirem hoje, de acordo com o cenário percebido, nos anima a realmente considerar a hipótese da queda adicional de 25 pontos em março, uma vez satisfeitos os requisitos mencionados.

Por fim, no tocante ao que virá depois de março, a natureza da discussão é a mesma. Se a inflação continuar surpreendendo, a acomodação monetária poderá continuar conosco ainda por muito tempo. Mas para isso o ambiente internacional precisará ajudar. Já está bastante claro que tal ambiente é o grande driver das condições financeiras em nosso país.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Arrecadação recorrente e PIB – como se encerrou 2017?

Há certo otimismo quanto ao desempenho da arrecadação recente das receitas federais, devido à hipótese de que esta tenha aumentado muito acima do crescimento econômico em 2017. Assim, esta pequena nota objetiva realizar um exercício para verificar se essa hipótese é válida.

A análise toma como base a arrecadação das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal do Brasil (MF/RFB). Os dados foram deflacionados pelo IPCA a preços de dezembro de 2017.

Em 2017, comparativamente a 2016, a arrecadação das receitas administradas pela RFB decresceu 0,3% em termos reais. Contudo, esse resultado foi fortemente influenciado pelo Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária (RERCT), que em 2016 gerou uma receita extraordinária de R\$ 46,8 bilhões, ao passo que em 2017 seu valor correspondeu a apenas R\$ 1,6 bilhão. Assim, quando retiramos essa receita extraordinária, chegamos a um crescimento real das receitas administradas de 3,4%.

A se verificar que o crescimento da economia em 2017 seja de 1,1%, um crescimento real de 3,4% na arrecadação sugere que a mesma teve performance muito superior à da economia. Ocorre que

em 2017 houve receitas atípicas sem contrapartida em 2016, o que também contribuiu bastante para esse resultado.

O Programa Especial de Regularização Tributária (PRT/PERT)³ gerou uma receita extra de R\$ 18,7 bilhões em termos reais em 2017. Já a majoração da alíquota de PIS/COFINS sobre combustíveis⁴ proporcionou um ganho adicional de R\$ 5,7 bilhões (2016 menos 2017). Cumpre notar que o PRT/PERT também permitiu parcelar a dívida ativa, ou seja, esta rubrica apresentou aumento de R\$ 5,9 bilhões no período.

Assim, não se pode olhar o crescimento das receitas e compará-lo com o do PIB sem realizar esses ajustes. Quando retiramos esses efeitos todos, a arrecadação cresceu apenas 1,0% em termos reais na comparação com 2016. Ou seja, o crescimento da arrecadação está em linha com a expansão da economia.

Tabela 2: Arrecadação Ajustada das Receitas Administradas pela RFB e PIB – (Taxa de crescimento real – trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, %)

Trimestres	Arrecadação Ajustada	PIB
I Tri	-0,6	0,0
II Tri	-0,4	0,4
III Tri	2,7	1,4
IV Tri	2,4	2,4
Média ano	1,0	1,0

Fontes: IBGE, RFB, IBRE, STN. Elaboração: IBRE/FGV.

Com objetivo de avaliar a velocidade da recuperação das receitas vis-à-vis o PIB, é importante fazer o mesmo exercício por trimestre. A Tabela 2 ilustra o exercício.

Nota-se que o único trimestre em que a arrecadação cresceu mais que o PIB foi no terceiro trimestre de 2017. Decompondo a arrecadação por base de incidência, observa-se que os grupamentos que mais cresceram foram os tributos vinculados às vendas (II, IPI, PIS, COFINS e CIDE) e aos salários (IRPF, IRRF-Trabalho, CPSS e Receita previdenciária) – Tabela 3.

Tabela 3: Arrecadação Ajustada das Receitas Administradas pela RFB por Base de Incidência – (Taxa de crescimento real – trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, %)

Ajustada	Arrecadação Ajustada	Vendas	Salários	Lucros	Financeiro	Demais
I Tri	-0,6%	-4,6%	0,9%	2,8%	0,6%	-13,7%
II Tri	-0,4%	-0,8%	3,1%	-11,6%	3,5%	-13,5%
III Tri	2,7%	5,3%	5,0%	-3,0%	-0,1%	-22,3%
IV Tri	2,4%	7,1%	3,4%	3,4%	-7,7%	-24,9%
Média	1,0%	1,7%	3,1%	-1,6%	-1,3%	-18,6%

Fontes: IBGE, RFB, IBRE, STN. Elaboração: IBRE/FGV.

Vilma da Conceição Pinto

³ Instituído pela Lei nº 13.496/2017. Disponível em: <http://bit.ly/2ImFfCw>.

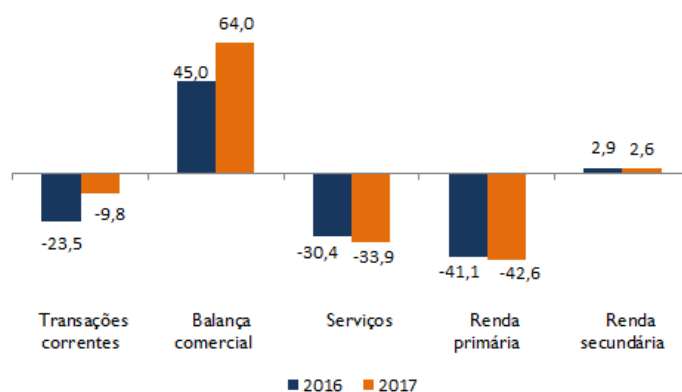
⁴ Decreto 9.101/2017. Disponível em: <http://bit.ly/2nwmzS2>.

7. Setor Externo

O déficit em conta corrente aumentará em 2018, mas o setor externo continua com sinal “verde”

O déficit em conta corrente do balanço de pagamento caiu de US\$ 23,5 bilhões para US\$ 9,8 bilhões entre 2016 e 2017, uma queda de US\$ 13,8 bilhões. Observa-se que esse recuo foi devido exclusivamente ao desempenho da balança comercial (Gráfico 9), que registrou ganho de US\$ 19 bilhões no seu superávit, enquanto as outras contas experimentaram aumento nos seus saldos negativos (serviços e renda primária) ou recuo no superávit (renda secundária).

Gráfico 9: Saldo da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos
(em US\$ bilhões)



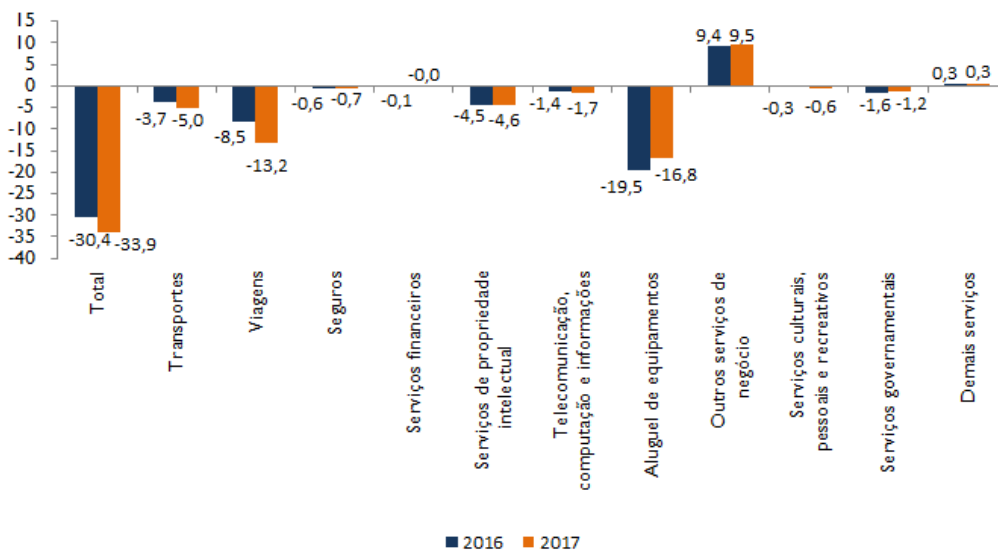
Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

No Boletim de janeiro, analisamos as perspectivas da balança comercial para 2018 e concluímos que o superávit será menor do que em 2017, ao redor de US\$ 48/50 bilhões, o que irá reduzir o saldo das transações correntes. Em adição, esperamos que as contas de serviços e de renda primária também contribuam para o aumento no déficit em transações correntes no presente ano.

Em 2017, as principais contribuições para a piora no déficit de serviços vieram da conta de viagens (o saldo negativo passou de US\$ 8,5 bilhões para US\$ 13,2 bilhões entre 2016 e 2017), seguida de transportes (-US\$ 3,7 bilhões para -US\$ 4,7 bilhões), conforme ilustrado no Gráfico 10. No caso de transportes, a corrente de comércio, após quedas sucessivas desde 2013, cresceu 14% entre 2016 e 2017, o que explica o resultado. O país é importador líquido de serviços de transporte. No caso das viagens, a melhora da renda e a valorização cambial (9,3% entre 2016 e 2017) são responsáveis pelo resultado.

A corrente de comércio irá continuar sua trajetória ascendente em 2018, pois, com a elevação no nível de atividade econômica, as importações aumentam e as exportações, mesmo crescendo menos que em 2017, devem registrar variação positiva. Logo, o déficit na conta de transportes irá ser maior em 2018 do que em 2017. No caso de serviços, a renda será maior em 2018 e, supondo um câmbio ao redor de R\$/US\$ 3,30/3,50, as viagens devem se manter. Além disso, a Copa do Mundo na Rússia deverá estimular novas viagens.

Gráfico 10: Saldo da Conta de Serviços (em US\$ bilhões)



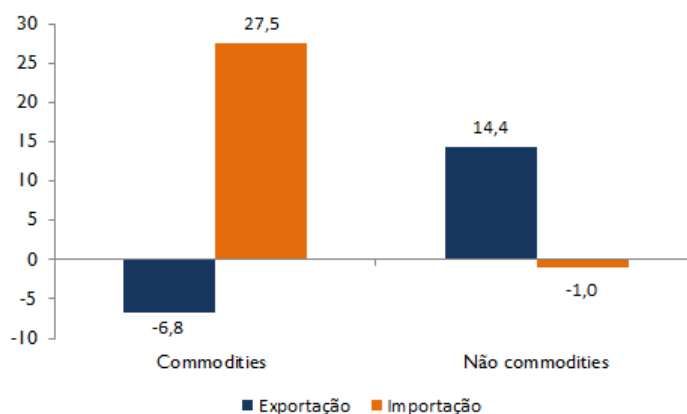
Fontes: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

O maior déficit dos serviços é da conta “Aluguel de Equipamentos”, que entre 2016 e 2017 registrou queda, passando de US\$ 19,5 bilhões para US\$ 16,8 bilhões. Com a contínua regularização das operações da Petrobrás, é possível que esse déficit volte a aumentar. Destaca-se ainda que o principal item que registra superávit (outros serviços de negócios), onde se incluem os serviços de engenharia e construção, ficou estável e deve manter este padrão.

Na conta da renda primária, o aumento no saldo negativo se deveu ao item das remessas líquidas de lucros e dividendos (-US\$ 19 bilhões para -US\$ 21 bilhões), pois as remessas líquidas de juros ficaram constantes. Essa é outra conta em que esperamos crescimento no saldo negativo. Incertezas no cenário político e maior expansão da renda podem incentivar maiores remessas.

Em suma, projeta-se piora no déficit em conta corrente, mas o setor externo, do ponto de vista macroeconômico, continua fora do radar de riscos para a estabilidade no curto prazo da economia.

Gráfico 11: Variação (%) Mensal do Índice de Volume de Exportação e Importação das Commodities e Não Commodities



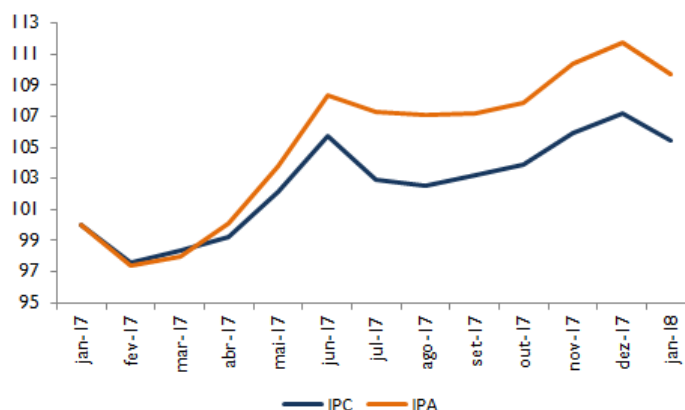
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Uma nota sobre a balança comercial de janeiro: os dados de janeiro da balança comercial registraram um superávit de US\$ 2,710 bilhões, próximo aos US\$ 2,768 bilhões de janeiro de 2017.

Em valor, importações e exportações cresceram 16% e 14%, respectivamente, e em volume 2% (exportações) e 1,5% (importações). O volume exportado das *commodities* recuou (-6,8%) e de não *commodities* cresceu (+14,4%), Gráfico 11.

Não é possível extrapolar, a partir desse resultado de janeiro, possíveis tendências para o ano. Nos próximos meses, com os embarques do complexo soja, o sinal do volume exportado das *commodities* deverá voltar a ser positivo. Ressalta-se que o desempenho das não *commodities* foi favorecido pela desvalorização real do câmbio ao longo de 2017 (Gráfico 12). No entanto, em janeiro o câmbio se valorizou, o que novamente não pode ser extrapolado como tendência. Num ano de eleições e com incertezas quanto à agenda econômica do governo, altos e baixos no movimento cambial poderão ser mais frequentes.

Gráfico 12: Índices de Taxa de Câmbio Real Efetivas



Fontes: FGV, IBGE e Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Trumpeconomics: o que esperar do dólar americano

A relação entre política fiscal em economias com conta de capital aberta e câmbio flutuante não é muito clara.

Nos modelos modernos, em que há escolha intertemporal e nos quais vale a proposição de equivalência ricardiana, isto é, em que os agentes reconhecem que o maior déficit público terá que ser financiado no futuro por meio de maiores impostos e, conseqüentemente, se antecipam e poupam, não há nenhum impacto. Os maiores gastos públicos são compensados pela maior poupança privada e o dispêndio total não se altera.

Em uma economia não ricardiana, isto é, em que a elevação do gasto público não é compensada pela redução da absorção do setor privado, e, simultaneamente, a pleno emprego, o aumento do gasto público se transforma em elevação do déficit externo.

Assim a piora fiscal acarretará maior absorção de poupança externa. A absorção de poupança externa fará com que não residentes adquiram títulos emitidos pelo governo americano. Se houver uma oferta perfeitamente elástica – isto é, se os não residentes estiverem dispostos a financiar o Tesouro americano a uma taxa de juros – nada acontece imediatamente após a elevação do gasto público. Com o passar do tempo a acumulação de dívida aumentará o gasto

com juros o que requererá aumento da tributação. A elevação da tributação reduzirá o consumo privado e gerará receita para que o Tesouro pague a dívida externa.

Todo o argumento nos dois parágrafos anteriores supôs que todos os bens produzidos fossem passíveis de serem exportados e importados. Em geral parte das mercadorias são não comercializáveis. Esse é o caso de boa parcela dos serviços; trata-se de bens de oferta local. Aí o aumento do déficit público geralmente produz um desequilíbrio entre oferta e demanda. A demanda pública ocorre preferencialmente sobre serviços não transacionáveis. A absorção de poupança externa somente pode ocorrer na forma de bens e serviços transacionáveis. Logo elevação da absorção de poupança externa gera um excesso de oferta de bens transacionáveis e um excesso de demanda de bens domésticos. Há uma inflação de serviços e uma realocação do sistema produtivo para elevar a produção de serviços e reduzir a produção de bens, que estão em maior parcela ofertados de fora. Esse processo requer uma valorização do câmbio.

Assim, o resultado normal é que elevação do déficit público deve vir acompanhada de um câmbio mais valorizado. Do ponto de vista dos preços relativos internos, há um processo de encarecimento relativo dos serviços sobre os bens.

Mas o que ocorre se não houver disponibilidade de poupança no mundo? Neste caso, os juros terão que se elevar. Juros mais elevados induzirão maiores níveis de poupança dos residentes e não residentes. Provavelmente parte do déficit público será financiada por meio de maior poupança privada doméstica e parte por maior poupança externa. Ou seja, o aumento do déficit externo será menor do que o aumento do déficit público. No entanto ainda é verdade que a poupança externa elevar-se-á e que, portanto, deve ocorrer o desequilíbrio entre oferta e demanda, que requererá alguma valorização do câmbio.

Pode haver desvalorização da moeda em seguida a uma piora fiscal? Sim, se houver a percepção de que o risco país aumentou. Nesse caso haverá saída de recursos e o câmbio imediatamente desvalorizar-se-á. Os juros terão que se elevar mais do que a elevação do risco país para que parte do déficit externo seja financiado por poupança externa. É possível que antes que esse ponto seja atingido a poupança doméstica já tenha se elevado o suficiente para que o aumento do gasto público tenha sido financiado por meio de elevação da poupança doméstica.

As novas medidas fiscais aprovadas pelo governo americano no Congresso devem produzir uma elevação do déficit público de uns 2 pontos percentuais do PIB. Não me parece que haverá dificuldades para o financiamento, ao menos em um primeiro momento. Minha avaliação é que o resultado líquido será uma valorização da moeda americana. Como discutimos no Boletim de janeiro, a desvalorização da moeda americana em 2017 foi fruto de forte reavaliação da taxa de crescimento da Europa em comparação ao crescimento dos Estados Unidos. Entre 2015 e meados de 2017, uma diferença de pouco mais de 1 ponto percentual em favor da economia americana se transformou em um crescimento igual.

Nosso cenário, portanto, é de, ao longo de 2018, haver reversão no comportamento da moeda americana, que deve se fortalecer. Esse resultado somente não ocorrerá se o FED demorar muito

para elevar os juros e houver um processo inflacionário maior. Neste caso é provável que a moeda americana se enfraqueça. Não parece ser esse o caso.

Samuel Pessôa

9. Em Foco IBRE: China em foco: Oscilando entre o conforto e as reformas

Desde ao menos 2012, a China se encontra em gradual processo de transformação econômica e social. Sob a liderança de Xi Jinping e Li Keqiang, inúmeras medidas foram implementadas, buscando as chamadas “Duas Metas Centenárias”: tornar o país moderadamente desenvolvido até 2021 (o centenário de criação do Partido Comunista Chinês) e colocá-lo em rota de se transformar em uma sociedade socialista forte, democrática, civilizada, harmônica e moderna até 2049 (o centenário da fundação da República Popular da China).

Do lado positivo, as pontas mais visíveis desse processo foram a contínua ascensão dos setores de consumo e serviços (deslocando principalmente a indústria e os investimentos), uma desaceleração do crescimento agregado em meio à correção de excessos de capacidade e uma crescente preocupação social (na educação, na saúde, na seguridade social e, mais recentemente, na questão ambiental). Nem tudo foram flores: o endividamento agregado continuou avançando, permaneceu a repressão (social, financeira e política), houve sensível piora no resultado fiscal e o processo de abertura da conta capital foi, na prática, revertido (em especial se olharmos para os fluxos de saída).

Ainda que com eventos para ambos os lados, o pêndulo se manteve do lado reformista na maior do tempo. O ano de 2017, no entanto, trouxe uma dinâmica um pouco distinta, trazendo dúvidas objetivas quanto à sua posição – tanto hoje como para o futuro. Seja por motivos externos (como a ascensão de Trump, a postura isolacionista americana e questões geopolíticas na península coreana), seja por motivos domésticos (como a transição política representada pelo 19º Congresso do Partido Comunista Chinês), é fato que o ímpeto reformista perdeu força no ano passado.

Procurando manter o crescimento em níveis confortáveis e com a menor volatilidade possível em um ano tão cheio de desafios (externos e internos), o governo recorreu ao “caminho de sempre”: expansão fiscal, crédito farto, política monetária não restritiva e impulso aos investimentos/indústria. Ainda que o impulso tenha sido muito menor do que em eventos anteriores (como o biênio 2009/2010, ou 2013), e especialmente concentrado no primeiro semestre, os resultados obtidos (tanto os bons como os ruins) foram na direção esperada.

No ano passado, observamos aceleração do crescimento para 6,9% (acima do registrado em 2016), novo salto no endividamento agregado (já superior a 280% do PIB) e interrupção na transição do modelo chinês (a participação do setor secundário cresceu e a do setor terciário se estagnou). As principais novidades ficaram por conta da contribuição positiva do setor externo (principalmente as exportações, ou seja, o mundo puxou a China em 2017) e da crescente aceleração inflacionária, muito comentada nos preços ao produtor (saímos em 2017 de um longo período de deflação, e nesta saída *commodities* e ajustes na oferta de certos setores tiveram

papéis relevantes), mas pouco lembrada nos preços ao consumidor (o núcleo da inflação sobe de forma contínua nos últimos dois anos).

Os acontecimentos de 2017 devem ser vistos como um desvio temporário ou como um abandono da agenda reformista? Ainda que permaneçam dúvidas quanto às reais intenções do governo, os sinais mais recentes sugerem a dominância da primeira interpretação. Em termos de ações efetivas, percebe-se diminuição relevante dos “impulsos de sempre” ainda durante 2017, em alguns casos até mesmo antes do evento político (aqui entendido como a 1ª Plenária do 19º Congresso do PCC, que ocorreu no fim de outubro). Tal reversão é especialmente verdadeira na política fiscal (sensível desaceleração das despesas nos meses de outubro e novembro⁵) e nas concessões de crédito (diminuição dos fluxos de *Total Social Financing*,⁶ em especial na parcela não-bancária), sendo bem menos marcada, ainda que presente, nas taxas de juros de mercado (que apresentaram tendência altista durante 2017, com nova rodada de aperto ao fim do ano).⁷

Já em termos de sinalização, tivemos poucos avanços nos últimos meses – ainda que um viés pró-reformas esteja bem consolidado. Muito peso se deu a potenciais sinais que seriam emitidos na 1ª Plenária do PCC, o que sempre nos pareceu um exagero: esses eventos são eminentemente políticos, com questões econômicas tratadas em situações muito específicas.⁸

Muito mais importante do que as Plenárias são as Conferências Nacionais, sejam as Financeiras (a cada cinco anos) ou as Econômicas (anuais). No caso da primeira, a 5ª Conferência Financeira Nacional (*National Financial Work Conference*), ocorreu em julho/2017 (portanto antes da transição política) e traçou grandes diretrizes para os próximos anos: maior eficiência na alocação de recursos, reestruturação de dívidas, otimização do crédito, apoio à transição do modelo econômico e proteção contra riscos sistêmicos. Não por acaso, esses têm sido temas recorrentes tanto na comunicação oficial como em políticas públicas (tanto as já implementadas como as anunciadas para o início de 2018).⁹

Já no caso da segunda, a Conferência Econômica Anual (*Central Economic Work Conference*) ocorreu ao final de dezembro/2017, e nela foram definidas as metas para os principais agregados macroeconômicos em 2018 – com absoluto destaque para o crescimento, o déficit fiscal e a inflação. Ainda que, nos últimos anos, algumas dessas metas tenham passado a ser menos

⁵ Sem incluir os gastos paraíscais, de difícil mensuração. Mesmo com essa desaceleração, o déficit fiscal encerrou 2017 em 3,8%, bem acima da meta de 3,0%.

⁶ *Total Social Financing* é a métrica mais comum para o crédito agregado na China, contabilizando operações bancárias, instrumentos de securitização e o que se convencionou chamar de *shadow banking* – instrumentos de captação financeira com prazos curtos e que oferecem maiores retornos aos poupadores, sem garantia de recuperação do principal em caso de *stress*.

⁷ Entendemos que a elevação das taxas de mercado se deu muito mais por mudanças na gestão da política monetária – priorizando operações de mercado aberto – do que por um deliberado aumento das taxas referenciais.

⁸ As Plenárias tipicamente mais importantes do lado econômico são as 3ª e 5ª, que ocorrerão, respectivamente, no fim de 2018 e no fim de 2020.

⁹ Destacamos a otimização da capacidade instalada nas empresas estatais, as mudanças regulatórias tanto nos investimentos chineses no exterior como na oferta de instrumentos financeiros ligados ao *shadow banking*, o aumento da interligação entre os mercados financeiros doméstico e externo e o corte de compulsório para linhas de crédito direcionadas (à inovação, a pequenas e médias empresas, e à economia verde). Em paralelo, todos os discursos recentes do governo chinês reforçaram o caráter prudencial da gestão econômica e a busca por eficiência.

estritas, é inegável que são um poderoso instrumento de sinalização para o ano de referência. Infelizmente, no entanto, só serão oficialmente divulgadas em torno da 2ª Plenária do PCC,¹⁰ que deverá ocorrer na segunda quinzena de março.

Em suma, o que esperar daqui para frente e, em específico, para 2018? Sob uma ótica mais estrutural, continuamos afirmando que é altamente improvável que ocorram mudanças nas diretrizes estabelecidas antes do 19º Congresso do PCC: há compreensão plena de que a transição do modelo econômico é necessária para se atingir as “Duas Metas Centenárias” e que esse processo é plurianual, longo e cheio de desafios. Nesse sentido, a direção do crescimento agregado é para baixo, a participação relativa do consumo e dos serviços é para cima e, se tudo der certo, os excessos acumulados (no crédito, na dívida, na repressão financeira e cambial, na capacidade de alguns setores) podem ser digeridos pelo caminho.

Para 2018, portanto, o debate é sobre intensidade. Nesse sentido, é importante lembrar que a história chinesa é profícua em ajustamentos tão graduais quanto o possível – ou seja, na ausência de eventos exóticos, não há razão objetiva para acreditar em um 2018 “que compense o atraso de 2017”.

No cenário central, voltaremos à trajetória de desaceleração do crescimento (nossa projeção atual é de expansão de 6,5% em 2018) e de aumento da parcela dos serviços, com diminuição do crescimento das concessões agregadas de crédito (mas expansão das concessões bancárias), pequeno aumento adicional do endividamento agregado, manutenção de uma política fiscal frouxa (com déficits na faixa 3,0%-3,5% do PIB), estabilidade da taxa de câmbio em cesta multilateral (ou seja, com o renmimbi acompanhando muito de perto as oscilações do dólar americano) e ajustes nas taxas de juros domésticas respondendo, em grande medida, ao comportamento dos juros internacionais. Tudo o mais suave possível.

Onde podem estar as discontinuidades? Do lado externo, será importante avaliar o avanço da agenda de contencioso comercial americano, cujos primeiros tiros já foram dados em alguns setores (como painéis solares) e onde há mais espaço para atritos futuros (destacando siderurgia e, acima de tudo, propriedade intelectual). Além disso, uma eventual elevação mais pronunciada dos juros globais pode afetar o desenrolar do cenário-base. Já do lado doméstico, as principais questões a serem avaliadas são o tamanho da consolidação fiscal pretendida (o comportamento do último trimestre do ano passado foi ponto fora da curva ou nova tendência?) e a ação da política monetária frente a uma nova realidade de inflação crescente (ou seja, há possibilidade real de mudança da instância monetária de neutra para moderadamente restritiva).

Em todos os casos acima, o viés seria negativo para o crescimento do ano. O resultado final, no entanto, dependeria da acomodação pretendida pelo Governo – ou seja, mais impulsos do lado fiscal e monetário que poderiam compensar a desaceleração à custa de endividamento adicional e

¹⁰ Na 2ª Plenária, 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 será lida como uma indicação do caminho futuro.

novo atraso na transição econômica. Como sempre, um pêndulo que oscila entre o conforto no curto prazo e as reformas de médio prazo – e que, em 2018, esperamos ficar mais do lado das reformas.

Lívio Ribeiro

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Bráulio Borges

Bruno Ottoni Vaz

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Julio Mereb

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Paulo Lins

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e 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 23 de fevereiro de 2018. 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.