

## Choque externo e incerteza eleitoral arrefecem retomada econômica

A cena externa tornou-se mais desafiadora para o Brasil desde a última divulgação do Boletim Macro: a curva de juros americana andou para cima, o dólar se valorizou, o petróleo subiu de preço e o apetite pelo risco de “emergentes” diminuiu. Tudo isso é ruim para o Brasil, que terá de conviver com inflação e juros mais altos e confiança e crescimento mais baixos.

A piora do quadro externo se deve a fatores geopolíticos e econômicos. Entre os primeiros, destaca-se a saída dos EUA do acordo nuclear com o Irã, o que deve reduzir a oferta global de petróleo, junto com o colapso da produção na Venezuela, pressionando o preço para cima. A maior preocupação é com os impactos na inflação nos EUA e com a atividade em emergentes que importam largas quantidades dessa *commodity*. Mas também em países em que o quadro é menos sensível, o petróleo em alta pressiona a inflação para cima e a atividade para baixo.

Por outro lado, vêm aumentando as emissões de títulos pelos tesouros dos países ricos, enquanto o Federal Reserve (Fed, banco central dos EUA) e o BCE reduzem suas compras, o que, como previsto, tem pressionado os *yields* mais longos para cima. Soma-se a isso certa frustração com a recuperação na Europa, que parece estar perdendo um pouco de fôlego.

O diferencial de crescimento e a inflação americana em alta têm, por outro lado, ajudado a elevar os juros mais curtos nos EUA e a fortalecer o dólar. Observa-se assim uma piora nos indicadores financeiros e de confiança empresarial na Europa e EUA, o que pode gerar revisões nas expectativas de crescimento global este ano.

Vale destacar que o núcleo do deflator do consumo, a medida preferencial de inflação do Fed, já atingiu 1,9% em março na comparação anual, valor muito próximo da meta de 2%. Em janeiro deste ano a inflação estava em 1,5%. Com inflação próxima da meta (com riscos de aumentos mais significativos nas próximas divulgações) e taxa de desemprego muito baixa, o Fed continuará a subir os juros este ano. Política monetária mais apertada, mais volatilidade e maior aversão ao risco dos mercados tendem a reduzir a atratividade dos fluxos para as economias emergentes.

De fato, o aumento da taxa de juros nos EUA faz com que todas as principais moedas percam força contra o dólar, pois o rendimento de títulos americanos aumenta. Isso gera um fluxo de capitais de diferentes países para os EUA e fortalece a moeda americana. A queda do apetite pelo risco também leva à desvalorização sincronizada das moedas em relação ao dólar, pois os investidores tendem a procurar ativos mais seguros, como os títulos americanos, movimento conhecido como “flight to quality”.

E esse cenário de fortalecimento do dólar atinge os países mais vulneráveis, com destaque para a Argentina e Turquia. Na Argentina, a situação é preocupante, pois parcela relevante da dívida bruta de quase 60% do PIB está indexada à moeda estrangeira, e o país tem um elevado déficit em conta corrente (4,5% do PIB), contando com baixas reservas internacionais. No Brasil, apesar da situação relativamente favorável das contas externas, e um real sem sinais de sobrevalorização, a moeda também segue o movimento externo.

A piora da cena externa ainda é pouco significativa, frente a choques anteriores, mas pode se agravar. De toda forma, já se espera que ela tenha impacto inflacionário e contracionista, piorando a dinâmica das contas públicas, que já não era favorável. Soma-se a esse quadro mais

difícil o cenário eleitoral que segue muito incerto, com a liderança de candidatos pouco ou nada comprometidos, pelo menos de público, com as reformas de que o país necessita para equacionar o problema fiscal e acelerar o crescimento.

Assim, além da cena externa mais turbulenta, a incerteza eleitoral também contribuiu para que os indicadores de atividade econômica sigam decepcionando. No Boletim passado já havíamos reduzido nossa projeção de crescimento para o primeiro trimestre deste ano de 0,7% (TsT) para 0,5%, e de 2,8% para 2,6% para o ano fechado. Face a um conjunto de números ainda mais mornos divulgados nas últimas semanas, revisamos novamente as nossas projeções: de 0,5% (TsT) para 0,2% para o primeiro trimestre, e de 2,6% para 2,3% para o ano. As principais revisões baixistas para o primeiro trimestre ocorreram em setores da indústria, como transformação e construção civil, e em alguns grupos dos serviços, como transporte e outros serviços. A agropecuária foi o único setor revisto para cima, devendo crescer em torno de 2% este ano, ante estagnação prevista no Boletim passado. Pelo lado da demanda, a maior revisão ocorreu no investimento, tanto na previsão para o primeiro trimestre, de 0,9% (TsT) para 0,2%, como para o ano, de 5,1% para 4,3%.

Com a atividade crescendo em ritmo bem mais moderado, a inflação também surpreendeu para baixo, com destaque para nova desaceleração da inflação de serviços. Esta acumula 1,0% no primeiro quadrimestre do ano (ante 2,1% no mesmo período de 2017), sendo esta a menor taxa desde 1999.

Os indicadores de atividade e preços permitiriam que o Banco Central (BC) continuasse com a política de afrouxamento monetário. Porém, o cenário mudou. A expressiva depreciação cambial nas últimas semanas, com perspectivas ainda desfavoráveis, levou o Copom a encerrar o ciclo de afrouxamento monetário. Segundo o BC, o choque cambial reduz o risco de a inflação ficar abaixo da meta em um horizonte relevante de política monetária, não apenas este ano como também em 2019. Isso eliminou a necessidade de maior flexibilização da política monetária.

Em suma, o cenário piorou e o balanço de riscos segue negativo. Além do cenário externo desfavorável, o quadro eleitoral ainda muito incerto pode piorar mais as condições financeiras e o grau de confiança de empresários e consumidores, o que reduziria ainda mais o ritmo de retomada da atividade econômica já em 2018.

Um resumo dos temas analisados neste Boletim inclui os seguintes destaques:

1. No campo da atividade econômica, os indicadores de curto prazo mostram que o ritmo de recuperação está mais lento do que o previsto. Com isso, a projeção de crescimento para o primeiro trimestre passou de 0,5% (TsT) para 0,2%, e, para o ano, de 2,6% para 2,3%. Embora os dados do primeiro trimestre apontem uma retomada mais gradual, a recuperação cíclica da economia brasileira segue em curso. Por outro lado, o desfecho da disputa eleitoral e o ambiente externo sujeito à maior volatilidade são também elementos que merecem atenção no atual cenário. Um dos destaques é a crise econômica enfrentada pela Argentina, que pode trazer impactos negativos de difícil quantificação para certos setores da indústria de transformação e para as exportações brasileiras, especialmente de bens manufaturados. ([Seção 1](#))

2. Nas sondagens, os índices de confiança recuaram em abril sob influência do aumento da incerteza quanto ao efetivo ritmo de recuperação da economia e em função dos eventos políticos e jurídicos que continuam capturando a atenção dos agentes econômicos. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) recuou 1,4 ponto no mês, retornando ao nível de dezembro de 2017. A

confiança do consumidor (ICC) caiu 2,6 pontos, ficando apenas 1,0 ponto acima de dezembro passado. Para as empresas, pesa a dúvida em relação à política econômica, principalmente quanto ao tipo de ajuste fiscal que será conduzido a partir de 2019. No caso do consumidor, há a percepção de que o ambiente político pode conter ou até reverter a recuperação da economia. [\(Seção 2\)](#)

3. Sobre mercado de trabalho, nossos pesquisadores destacam que os resultados decepcionantes da renda e do desemprego da PNADC, bem como as sucessivas altas na taxa de desemprego no 1º tri/18, têm levado alguns analistas a identificarem sinais de esgotamento da retomada do mercado de trabalho, interrompendo a sequência de recuperação iniciada no começo de 2017. Com uma visão um pouco mais otimista, os pesquisadores esperam melhora gradual do mercado de trabalho, com a PO informal crescendo a um ritmo menos intenso em 2018, em contraste com a forte aceleração do ano anterior, e um crescente destaque do emprego formal ao longo dos próximos trimestres, com a retomada da atividade econômica. [\(Seção 3\)](#)

4. No campo da inflação, nossos analistas ressaltam que a desvalorização do real frente ao dólar e a elevação do preço do barril de petróleo não devem provocar abrupta aceleração da expectativa de inflação para 2018 e 2019, pois tais fontes de pressão seguem compensadas pela baixa atividade do setor produtivo e pela atuação do BC, que, juntos, contribuem por reduzir o *pass-through* da taxa de câmbio para os índices de preços. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, há uma discussão sobre a taxa de câmbio e o papel do Banco Central. Parece claro que o BC não poderá contar com ajuda de alguma mudança de política econômica, como a política fiscal, para evitar um aumento do risco país e conseqüentemente novas rodadas de depreciação cambial. Estamos em fim de mandato e o governo não reúne condições de aprovar nada de relevante até o final do ano. O BC tem de agir sozinho. E isso diminui muito a efetividade de qualquer estratégia de intervenção. O analista também afirma que a decisão do BC de manter a Selic em 6,5% representou opção pela cautela. Tal opção, em si, não pode ser criticada, pois parte da premissa de que a piora lá fora poderá ter continuidade. Justamente por seu caráter conservador, a escolha não arranha a credibilidade do BC. Porém, como uma semana antes a sinalização era outra, a decisão trouxe o risco de certa perda de eficácia da comunicação com o mercado no futuro. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seara das contas públicas, nossa analista discute a questão das regras fiscais e o novo governo. De fato, os riscos de não cumprimento de duas regras fiscais têm tirado o sono de muitos na área econômica. Este ano o governo estima que a margem para a regra de ouro (despesas de capital menos receitas de operações de crédito) seja de insuficiência de R\$ 203,4 bilhões, já considerando os R\$ 30 bilhões pagos pelo BNDES ao Tesouro a título de retorno de aportes de títulos públicos. Se a margem para cumprimento da regra de ouro se encontra com elevada insuficiência no ano corrente, cumpri-la em 2019 pode ser um dos maiores desafios para o novo governo em termos de regras fiscais. [\(Seção 6\)](#)

7. Sobre as contas externas, o destaque é o impacto das turbulências na economia mundial sobre o Brasil. A primeira questão se refere ao anúncio em 1º de maio de que os Estados Unidos irão sobretaxar ou negociar cotas para as exportações brasileiras de produtos siderúrgicos e de alumínio. A segunda se refere a um possível recuo no crescimento econômico da Argentina e, logo, queda nas exportações brasileiras para este mercado. Nos casos acima, o dano às exportações está concentrado em segmentos de dois setores e em dois países. A perspectiva não é de perda total de participação desses produtos nesses países, e o resultado agregado da balança

comercial não deverá ser afetado este ano. No entanto, fica a mensagem de que a procura por novos mercados e novos produtos deve ser parte integrante da agenda de política comercial.

[\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, o tema é Argentina. Em poucas semanas esse país enfrentou forte enfraquecimento de sua moeda, disparada de prêmios de risco e contestações cada vez mais intensas sobre a condução da política econômica. O que levou nossos vizinhos a esse ponto? Como sempre, as causas de choques dessa magnitude são múltiplas. Se, por um lado, a normalização cada vez mais clara da política monetária global teve sua importância, por outro é injusto responsabilizar o mundo pelas milongas argentinas: fatores domésticos potencializaram os efeitos da reversão internacional e tiveram papel central no pífio desempenho recente. A Argentina optou por um ajuste gradual de política econômica, mas que foi incompleto, pois as fraquezas da economia continuam expostas: crescentes dívida e déficit em conta corrente e cada vez mais necessidade de recorrer ao capital externo para fechar as contas. Nesse contexto, acabou pedindo ajuda ao FMI, o que, em muitos aspectos, representa uma volta ao final dos anos 90.

[\(Seção 8\)](#)

9. No Observatório Político, o tema é "Conselhos a um Futuro Presidente Minoritário". Com a crescente fragmentação do Congresso e o enfraquecimento dos três principais partidos – MDB, PT e PSDB –, tudo indica que o próximo presidente, com a possível exceção de Geraldo Alckmin, deverá começar o mandato em situação minoritária. Tradicionalmente, as coalizões constituem a fórmula governativa que permite que presidentes minoritários se tornem majoritários. Todavia, por conta das revelações da Lava-Jato, o chamado presidencialismo de coalizão também está desacreditado aos olhos de ampla parcela da opinião pública e de vários ramos da classe política. Dessa forma, o analista propõe um conselho inusitado: um eventual presidente minoritário deveria tentar fazer, no começo de 2019, o que Collor tentou a partir do segundo ano do seu mandato e, sobretudo, no final do seu governo: formar um governo que tenha, sim, um sólido setor político que se proponha a se articular sempre com o Congresso e que não tenha nas Medidas Provisórias seu principal instrumento de ação. Esse mesmo governo deveria também ter um forte núcleo programático composto por homens e mulheres que mesclam elevada estatura pública, conhecimento técnico e representatividade social. Reitere-se que o novo chefe de Estado deverá reensaiar o experimento de abril de 1992 bem no começo do seu mandato, quando sua autoridade política for máxima, não quando começar a cair, como fez Collor. O Congresso vai entender a nova mensagem e mudar. Essa é a aposta. [\(Seção 9\)](#)

10. A seção Em Foco, finalmente, de autoria da pesquisadora Lia Valls, discute o tema "A batalha comercial China-Estados Unidos." [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

*Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos*

## 1. Atividade Econômica

### Dados de atividade econômica sugerem recuperação mais lenta do que o esperado em 2018

A análise dos indicadores de março indica que o avanço da atividade econômica neste primeiro trimestre está ocorrendo de modo mais lento do que o previsto. Os dados de indústria vieram bem abaixo das expectativas da maior parte dos analistas, enquanto o setor de serviços continua com desempenho demasiadamente fraco. Com base nessas informações, nossa projeção para o PIB no primeiro trimestre de 2018 foi revista para +0,2 TsT (+1,4% AsA), ante uma expectativa anterior de +0,5% TsT (1,7% AsA). Vale ressaltar que neste trimestre há particular instabilidade da variação do PIB na margem, resultado direto da metodologia de ajuste sazonal utilizada pelo IBGE.<sup>1</sup>

Em linha com os dados de alta frequência, as principais revisões negativas para o PIB do primeiro trimestre ocorreram na indústria (transformação e construção civil) e nos serviços (destacando transportes e outros serviços). As projeções de safra divulgadas pelo IBGE referentes a 2018 apontam uma queda da produção agrícola este ano, mas as informações preliminares do abate de bovinos indicam que a pecuária poderá sustentar um crescimento do setor em 2018. A expansão do PIB em 2018 foi reduzida, e agora é estimada em +2,3% (anterior: +2,6%). Os principais detalhes, nas aberturas da demanda e da oferta, podem ser observados na Tabela 1.

No lado da demanda, reduzimos nossa projeção para o crescimento do investimento no primeiro trimestre,<sup>2</sup> incorporando em nosso cenário a dinâmica ainda bastante negativa da construção civil. Nossa projeção para o consumo das famílias<sup>3</sup> é consistente com os resultados observados nas PMCs restrita e ampliada.<sup>4</sup> Ainda que nossos modelos apontem expansão de +2,8% do consumo no ano, reconhecemos que o desempenho futuro é incerto devido ao menor repasse da queda dos juros aos consumidores e à exaustão do impulso gerado pela liberação dos recursos do FGTS.

Tabela 1: PIB: Projeções

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

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>1</sup> Por exemplo, uma variação de 1,4% AsA corresponde a um crescimento de 0,2% TsT, enquanto que um crescimento inferior de 1,3% AsA se traduz em um crescimento superior de 0,5% TsT.

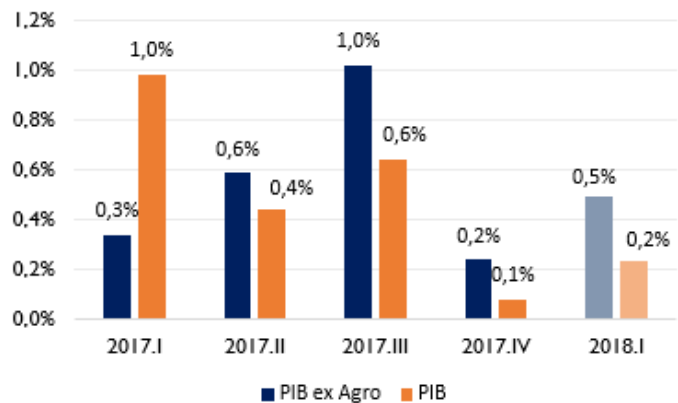
<sup>2</sup> Para +0,2% TsT / +3,2% AsA (anterior: +0,9% TsT / +3,9% AsA).

<sup>3</sup> Expansão de +0,1% TsT / +2,5% AsA.

<sup>4</sup> Com expansões respectivamente de +0,7% TsT / +3,8% AsA e +1,0% TsT (6,6% AsA).

Diante desse cenário, esperamos que a economia brasileira cresça 2,3% em 2018. Embora os dados do primeiro trimestre apontem uma retomada mais gradual, a recuperação cíclica da economia brasileira segue em curso. Por outro lado, o desfecho da disputa eleitoral e o ambiente externo sujeito à maior volatilidade dos mercados internacionais são também elementos que merecem atenção no atual cenário. A crise econômica enfrentada pela Argentina pode trazer impactos negativos de difícil quantificação para certos setores da indústria de transformação e para as nossas exportações, especialmente de bens manufaturados.

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



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

*Silvia Matos e Luana Miranda*

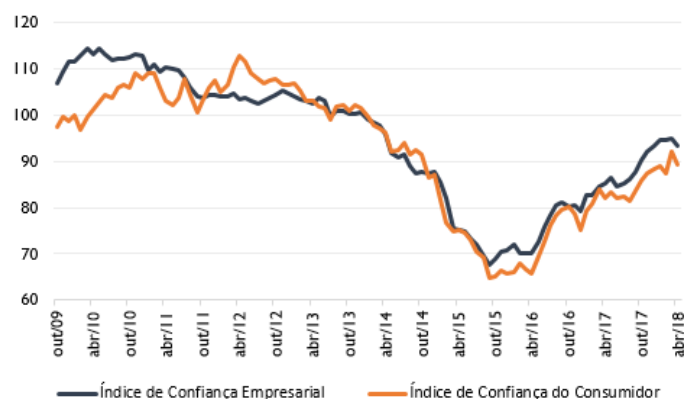
## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Incerteza afeta confiança

Os índices de confiança recuaram em abril sob influência do aumento da incerteza quanto ao efetivo ritmo de recuperação da economia e em função dos eventos políticos e jurídicos que continuam capturando a atenção dos agentes econômicos. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) recuou 1,4 ponto no mês, retornando ao nível de dezembro de 2017. A confiança do consumidor (ICC) caiu 2,6 pontos, ficando apenas 1,0 ponto acima de dezembro passado.

Pelo lado empresarial, a queda da confiança em abril foi motivada pela revisão das expectativas, movimento parcialmente compensado pela sustentação da tendência de alta do Índice da Situação Atual (ISA). As empresas reconhecem, portanto, a continuidade da fase de retomada, mas se mostram insatisfeitas com a sua velocidade e estão cautelosas diante das incertezas em relação à condução da política econômica neste e no próximo ano.

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



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Pelo lado dos consumidores, houve piora tanto das expectativas quanto das percepções sobre a situação atual. A revisão das expectativas em relação à economia foi determinada pelas piores previsões para o mercado de trabalho, que retornaram ao nível de outubro passado. Em outras palavras, o consumidor já não está tão certo de que o mercado de trabalho continuará melhorando. Além disso, os eventos relacionados à Operação Lava Jato continuam afetando as expectativas. Em abril, a maior queda de confiança ocorreu na classe de renda mais baixa (renda familiar mensal inferior a R\$2,1 mil), sugerindo a possibilidade de ser um choque temporário, associado à prisão do ex-Presidente Lula, o assunto mais noticiado do mês. O índice de confiança da baixa renda recuou 14,1 pontos, bem mais que os 2,6 pontos da média nacional.

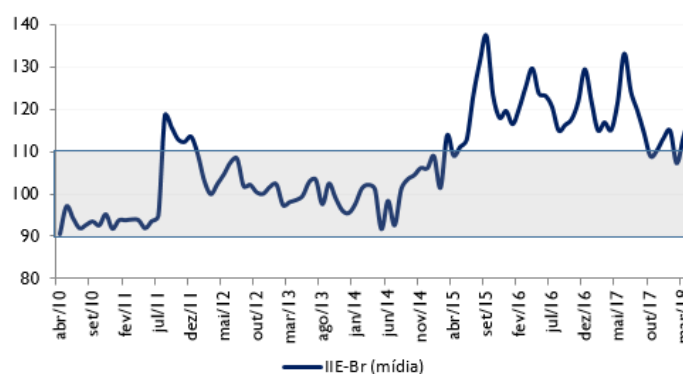
A influência da incerteza na piora das expectativas encontra eco na alta de 10,7 pontos do Índice de Incerteza Econômica (IIE-Br) da FGV IBRE no bimestre março-abril, ao passar de 102,5 pontos para 113,2 pontos, e retornar à região de incerteza elevada (acima dos 110 pontos, como mostra o Gráfico 3). O aumento de incerteza, por sua vez, foi determinado principalmente pelas citações de termos relacionados a questões de

natureza política em matérias econômicas da imprensa brasileira. O Gráfico 4 ilustra o aumento das citações à Lava Jato e ao ex-Presidente Lula, enquanto temas como o desemprego ou o câmbio registraram participações similares às dos dois meses anteriores.

Se a revisão dos índices de expectativas estiver relacionada majoritariamente às turbulências do meio político, dificilmente observaremos uma retomada consistente da tendência de alta das expectativas enquanto não houver uma definição clara de um vencedor no pleito majoritário deste ano.

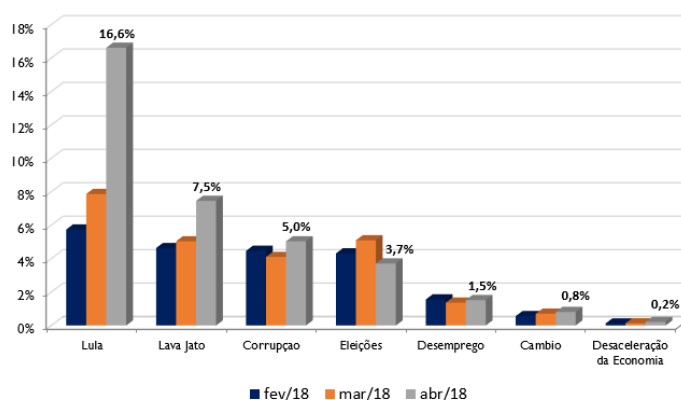
Para as empresas, pesa a dúvida com relação à política econômica, principalmente quanto ao tipo de ajuste fiscal que será conduzido a partir de 2019. No caso do consumidor, há a percepção de que o ambiente político pode conter ou até reverter a recuperação da economia.

**Gráfico 3: Indicador de Incerteza Econômica**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 4: Análise da influência na mídia no aumento da Incerteza** (temas mais citados no noticiário de alguns dos principais jornais do país, em % do total de matérias)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Uma visão um pouco exagerada para alguns, mas até compreensível, diante da longa recessão de 2014-2016, aprofundada pela paralisação de empresas envolvidas na Lava Jato e, mais recentemente, pela piora nas condições de governabilidade do Presidente Temer.

*Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt*

### 3. Mercado de Trabalho

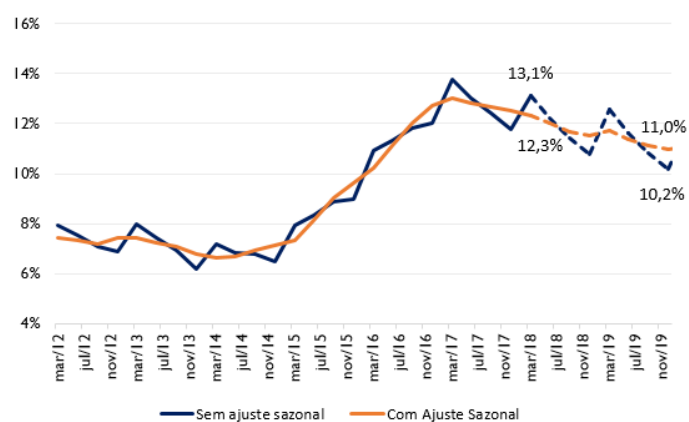
#### PNADC decepciona em março: um sinal ruim?

O mercado de trabalho formal apresentou relativa melhora no mês de março e abril. O saldo de emprego formal medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) registrou geração líquida de 59 mil vagas e 115,9 mil vagas em março e abril, respectivamente. No acumulado dos últimos 4 meses (período janeiro-abril/18), o saldo com ajuste sazonal alcançou o total de 118 mil vagas formais criadas. Trata-se do melhor resultado para o período desde 2014, durante o pré-crise. Já a taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) continuou sua queda em março na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, embora tenha apresentado um resultado pior do que o esperado por analistas. Nesse mês, a taxa alcançou o patamar de 13,1%, contra uma estimativa mediana de mercado de 12,9%. Decepcionou o rendimento médio real da PNADC, que registrou forte desaceleração na variação interanual, de 1,8% para 0,0%, entre fevereiro e março.

Os resultados decepcionantes da renda e do desemprego da PNADC, bem como as sucessivas altas na taxa de desemprego no 1º tri/18, têm levado alguns analistas a identificarem sinais de esgotamento da retomada do mercado de trabalho, interrompendo a sequência de recuperação iniciada no começo de 2017. Três pontos importantes merecem ser considerados e que terminam por impugnar essa visão.

O primeiro ponto a se ressaltar é que, quando eliminado o efeito sazonal, houve uma queda do desemprego ao longo do 1º tri/18 (de 12,5% para 12,3% entre dezembro/17 e março/18). Assim, notamos que o desemprego dessazonalizado tem permanecido em queda, ainda que em ritmo mais lento do que o esperado por analistas. Essa trajetória de queda, iniciada em março de 2017, pode ser notada no Gráfico 5. No mesmo gráfico, a nossa expectativa é de que o desemprego dessazonalizado continue recuando ao longo de 2018 e 2019, podendo alcançar 11,0% em dez/19.

**Gráfico 5: Taxa de Desemprego (em %)**



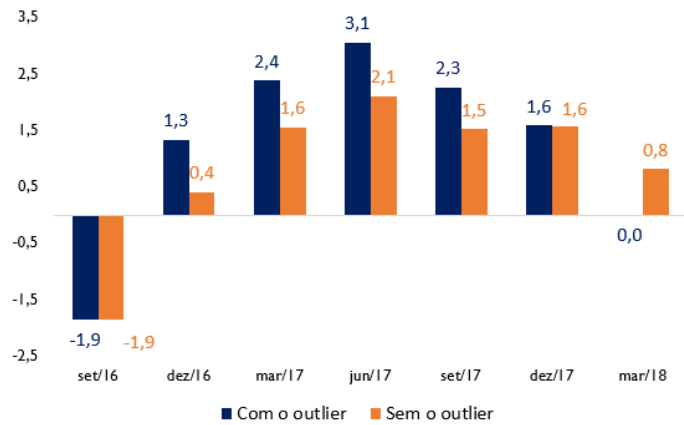
Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE

recuando ao longo de 2018 e 2019, podendo alcançar



O segundo ponto é que o resultado decepcionante da renda média em março pode ser explicado por uma distorção estatística gerada pela inclusão de uma observação 'outlier' na amostra da PNADC. Esse efeito resultou em superestimações na variação interanual de rendimento real no período de entrada do outlier na amostra, entre o 4º tri de 2016 e o 4º tri de 2017, e subestimação desta variação no período após a sua saída da amostra, no 1º tri de 2018. Reestimando a série histórica de renda real da PNADC sem esse outlier, o crescimento interanual passa de 0,0% para 0,8% em março (Gráfico 6).

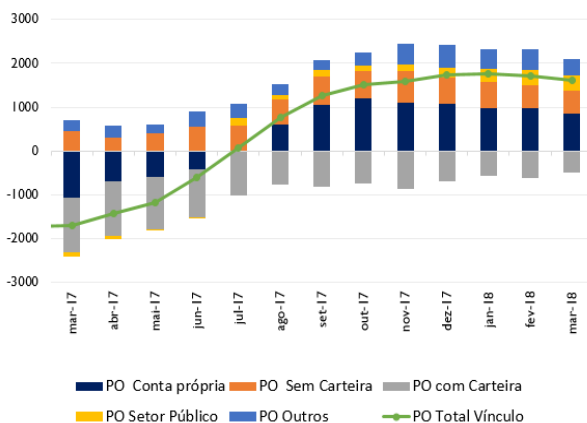
**Gráfico 6: Renda Real Média (Variação AsA, em %)**



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE

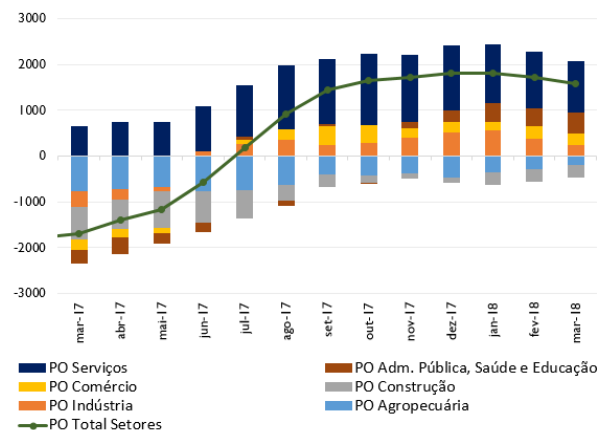
Por fim, como terceiro ponto, alguns fatores importantes têm contribuído para o resultado menos positivo no emprego total em março. A estabilidade do ritmo de crescimento da PO informal e dos setores tradicionalmente a ela relacionados (serviços e comércio) contribuiu para a menor expansão do emprego de março, como podemos observar nos Gráficos 7 e 8. Nesses gráficos, decompomos o crescimento da população ocupada (PO) por vínculo empregatício e setor. Notamos, em particular no Gráfico 7, que os vínculos de Conta Própria e Emprego Sem Carteira foram os que mais contribuíram para o crescimento da PO total em 2017 e 2018. Esses vínculos, que apresentavam forte aceleração na geração de vagas desde meados de 2017, passaram a registrar estabilidade e até leve desaceleração em março. Também observamos, no Gráfico 8, que o setor de serviços, um dos destaques na geração de vagas em 2017 e 2018, também passou a apresentar leve desaceleração no último mês.

**Gráfico 7: Decomposição do Crescimento da População Ocupada (PO) por Vínculo** (variação absoluta em milhares do mês x mês do ano anterior)



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

**Gráfico 8: Decomposição do Crescimento da População Ocupada (PO) por setores** (em variação absoluta em milhares do mês x mês do ano anterior)



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

Esperamos que a PO informal cresça a um ritmo menos intenso em 2018, em contraste com a forte aceleração do ano anterior. Por outro lado, observaremos um crescente destaque no emprego formal (de melhor qualidade), ao longo dos próximos trimestres, que se acelerará em meio ao crescimento da atividade, estimada em 2,3% para 2018, levando a um mercado de trabalho relativamente aquecido e mais formalizado este ano.

*Fernando Holanda Barbosa Filho e Tiago Cabral Barreira*

## 4. Inflação

### Atividade fraca e atuação do BC reduzem *pass-through* cambial para a inflação

Mais uma vez o resultado do IPCA de abril surpreendeu o mercado. A mediana das expectativas estava em 0,28%, mas o índice oficial subiu menos, e apresentou variação de 0,22%.

Parte desse bom resultado foi explicado pela queda registrada na taxa do subgrupo alimentação fora do domicílio, que compromete 8,9% do orçamento familiar, e apresentou recuo de 0,22% em abril.

O que surpreende é que o preço da refeição fora de casa raramente registra queda, pois, apesar da contribuição dos preços dos alimentos, que acumulam queda de 4,7% nos últimos 12 meses, este segmento é afetado pelo comportamento dos preços administrados, cujos itens principais, energia, com 9,45%, água, com 9,30% e gás, com 12,52%, avançaram acima da inflação média nos últimos 12 meses. E, além disso, as revisões salariais dos trabalhadores do setor e os aluguéis comerciais exercem pressão sobre os custos desses negócios.

Por essa razão, a queda de preços é mais difícil de ocorrer, e desde 2005 não há registro de taxa negativa para alimentação fora do domicílio. Ademais, a queda mais expressiva foi observada para São Paulo (1,04%), cidade com maior renda *per capita* e de maior peso no IPCA.

A queda registrada na variação da alimentação fora do domicílio contribuiu também para nova desaceleração da taxa em 12 meses dos serviços livres, que completou seu sétimo recuo consecutivo, passando de 4,99%, em setembro de 2017, para 3,46%, em abril de 2018 – mais uma indicação da ociosidade do setor produtivo e de seus efeitos sobre a demanda.

Ademais, ainda que pese a desvalorização cambial, o preço de produtos comercializáveis não influenciou o resultado do IPCA de abril. A variação média para tais itens ficou em -0,02%, passando a variação acumulada em 12 meses para -1,08%, muito abaixo da taxa acumulada no mesmo mês em 2017, que era de 4,02%.

Para maio, o Monitor da Inflação da FGV antecipa taxa em torno de 0,30%. O resultado será influenciado principalmente pela vigência da bandeira amarela nas contas de energia e pelas pressões cambiais sobre os preços dos combustíveis.

Para junho, segundo nos antecipa o IPA/FGV, devem ocorrer aumentos para alimentos, sobretudo carnes e derivados do trigo e da soja. A farinha de trigo, por exemplo, subiu 6,62% no IPA-10 de maio. No ano, a alta acumulada chega a 8,55%. Já a soja subiu 8,27% em maio e acumula aumento

de 15,95% em 2018. Essas pressões ainda não chegaram ao varejo. Óleos e gorduras (-1,15%) e panificados (-0,46%), por exemplo, registraram queda na coleta que fechou a estimativa para o IPCA-15 de maio. No entanto, com a elevação dos preços dos grãos, os derivados logo devem acelerar, fazendo o IPCA de junho se aproximar de 0,35%.

Dessa forma, percebe-se que a desvalorização do real frente ao dólar e a elevação do preço do barril de petróleo não devem provocar abrupta aceleração da expectativa de inflação para 2018 e 2019, pois tais fontes de pressão seguem compensadas pela baixa atividade do setor produtivo e pela atuação do Bacen, que juntos, contribuem por reduzir o *pass-through* da taxa de câmbio para os índices de preços.

No momento resta torcer para que tal compensação não caminhe para o desequilíbrio, diante dos retornos mais robustos dos títulos do Tesouro dos EUA e de complicações no cenário político doméstico.

*Salomão Quadros e André Braz*

## 5. Política Monetária

### Taxa de câmbio e política monetária

O prêmio de risco Brasil tem acompanhado de perto a evolução das condições financeiras nos EUA, em especial a partir de janeiro de 2016, momento a partir do qual as referidas condições tornaram-se cada vez mais favoráveis. Nesse ambiente, aguçou-se o apetite por risco. A demanda por papéis dos países emergentes cresceu. E conseguimos tirar grande proveito do sentido favorável dos ventos externos.

O cenário começou a se alterar no final de janeiro de 2018. Apesar de haver outras fontes de incerteza, as mudanças recentes no ambiente internacional têm a ver, fundamentalmente, com a política de juros nos EUA. A inflação americana já atingiu a meta e, pelo menos por alguns meses, ficará acima dela. Embora o Fed sinalize que, até certo ponto, isso não será um problema, os participantes de mercado temem o *stress* que tal situação poderá acarretar e preocupam-se, principalmente, com a possibilidade de a inflação ganhar força. Isto explica a recente diminuição do apetite por risco. Entre nós, o CDS-5 passou de 142 para cerca de 200 pontos. O dólar subiu de R\$ 3,13 para perto de R\$ 3,8.

Quando o dólar atingiu R\$ 3,5, o BC anunciou intervenção no mercado de câmbio, via aumento da oferta de *swap* cambial (desde outubro de 2017 a rolagem do estoque desse papel era feita integralmente). Quando o câmbio chegou a R\$ 3,6, a intensidade da intervenção aumentou. Foram dois movimentos modestos, que pouco alteram o estoque de contratos.

Com isso veio à tona uma questão importante: a intervenção deveria ter sido mais pesada, para efetivamente conter a escalada do dólar? Em tese, duas considerações se fazem relevantes em qualquer discussão sobre intervenção cambial. Primeiro, na tentativa de diminuir ou retirar a pressão de mercado, o Banco Central poderá contar com o auxílio representado por alguma

mudança de política econômica, no campo fiscal, por exemplo? Ou terá de agir sozinho? Segundo, as pressões tendem a se dissipar, ou podem ter caráter mais permanente?

Na situação brasileira atual, parece claro que não será possível contar com ajuda de qualquer espécie. Estamos em fim de mandato e o governo não reúne condições de aprovar nada de relevante até o final do ano. O BC tem de agir sozinho. E isso diminui muito a efetividade de qualquer estratégia de intervenção. Ações sobre o preço da divisa não alteram os “fundamentos” que orientam compras e vendas em mercado, podendo ser úteis apenas para diminuir a volatilidade e eventualmente conter a velocidade de determinada trajetória de depreciação cambial.

Quanto ao segundo aspecto, não é possível estar seguro sobre eventual caráter transitório da diminuição do apetite por risco. Na hipótese de o movimento persistir, o BC estaria se esforçando em vão, ou seja, assumindo dívida em dólar desnecessariamente. De meados de 2013 até 2015, o estoque de *swap* cambial saiu de zero para mais de US\$ 100 bilhões, sem que isso tenha evitado a depreciação do real, de R\$ 2,2 para mais de R\$ 4,0 por dólar. Pelas razões aqui expostas, consideramos sensato não “jogar pesado” na questão da intervenção. A decisão de sexta-feira 18 de maio de ampliar a intervenção responde às pressões para o BC agir de alguma maneira, mas, na hipótese de o quadro lá fora se agravar, dificilmente conseguirá evitar eventual tendência de fortalecimento do dólar.

Por fim, a decisão do BC de manter a Selic em 6,5% em maio representou opção pela cautela. Tal opção, em si, não pode ser criticada, pois parte da premissa de que a piora lá fora poderá ter continuidade. Justamente por seu caráter conservador, a escolha não arranha a credibilidade do BC. Mas como, uma semana antes a sinalização era outra, a decisão trouxe o risco de certa perda de eficácia da comunicação com o mercado no futuro.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Regras fiscais e novo governo

Os riscos de não cumprimento de duas regras fiscais têm tirado o sono de muitos na área econômica. A primeira diz respeito à proibição de o governo se endividar para cobrir gastos correntes, mais conhecida como “regra de ouro”. Já a segunda refere-se a restrições de crescimento das despesas primárias, através de um teto vinculado à inflação, conhecido como “Novo Regime Fiscal” ou “teto dos gastos”.

Ambas as regras estão amparadas pela Constituição federal, a primeira no Art. 167, inciso III,<sup>5</sup> e a segunda na emenda constitucional 95/2016. Em caso de não cumprimento, tanto a regra de ouro quanto o teto dos gastos apresentam consequências, sendo no primeiro caso considerado crime

---

<sup>5</sup> A regra de ouro também está prevista no Art. 32 da Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF) e no Art. 6º da Resolução nº 48 do Senado Federal de 2007.

de responsabilidade contra o orçamento, e, no segundo, levando ao acionamento de vários gatilhos de contenção de gastos, que afetam funcionários públicos, beneficiários do RGPS, empresas e a sociedade em geral.

É fato que a situação fiscal apresentou uma melhora com a recuperação cíclica da economia, mas ainda estamos longe de poder considerar que este avanço é sustentável, ou que será capaz de tirar a política fiscal da UTI. Este é um ano eleitoral e a discussão sobre os riscos de não cumprimento de importantes regras fiscais coloca em evidência mais uma vez os desafios que devem ser enfrentados em termos de política fiscal pelo próximo governo.

Este ano o governo estima que a margem para a regra de ouro (despesas de capital menos receitas de operações de crédito) seja de insuficiência de R\$ 203,4 bilhões de reais, já considerando os R\$ 30 bilhões pagos pelo BNDES ao Tesouro a título de retorno de aportes de títulos públicos<sup>6</sup> – Tabela 2. Esse volume é maior que o observado em 2017 e se deve majoritariamente à variação negativa do saldo da subconta da Dívida, à queda substancial dos investimentos e à redução das amortizações.

**Tabela 2: Suficiência da Regra de Ouro (Despesa de Capital – Receitas de Operações de Créditos)**

Discriminação	2017	2018 (projeção)	2017-2018	2017/2018 (%)
Receitas de Operações de Crédito Consideradas (I = a – b)	870,2	1034,0	163,8	18,8%
Receitas de Operações de Crédito do Exercício (a)	949,2	971,4	22,2	2,3%
(-) Variação de Saldo da sub-conta da Dívida (b)	79,0	-62,6	-141,6	-179,2%
<b>Despesas de Capital (II)</b>	<b>899,0</b>	<b>830,6</b>	<b>-68,4</b>	<b>-7,6%</b>
Investimentos	45,1	32,9	-12,2	-27,1%
Inversões Financeiras	70,9	67,0	-3,9	-5,5%
Amortizações	783,0	730,7	-52,3	-6,7%
<b>Margem da Regra de Ouro (III = II – I)</b>	<b>28,8</b>	<b>-203,4</b>	<b>-232,2</b>	<b>-806,3%</b>

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração IBRE.

Se a margem para cumprimento da regra de ouro se encontra com elevada insuficiência – segundo projeções do governo – no ano corrente, cumpri-la em 2019 pode ser um dos maiores desafios para o novo governo em termos de regras fiscais.

Quando olhamos para a regra do teto dos gastos, nossas projeções apontam para a possibilidade de seu não cumprimento já em 2019, havendo a necessidade de cortar gastos discricionários para níveis muito baixos para que seja cumprido o teto.

<sup>6</sup> Além dos R\$ 30 bi já devolvidos, o BNDES vai devolver mais R\$ 100 bilhões, que ajudará no cumprimento da regra de ouro este ano. Ocorre que, mesmo com a ajuda do BNDES, outras ações devem ser tomadas a fim de cumprir esta regra fiscal. O governo, através do Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas do primeiro bimestre, colocou, como um possível rol de ações para cumprimento da regra de ouro, o cancelamento de restos a pagar não processados, a extinção de fundos públicos e a desvinculação de fontes financeiras.

O quadro atual já sinaliza que o próximo ano tende a ser de muita complexidade para a condução da política fiscal, de modo que a necessidade de ajuste se mostra cada vez mais urgente.

*Vilma da Conceição Pinto*

## 7. Setor Externo

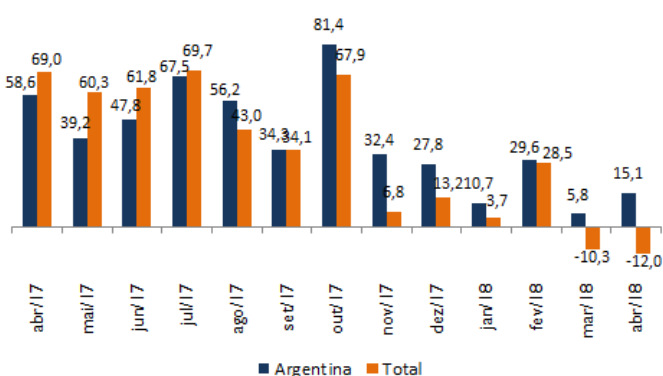
### Turbulências na economia mundial e o setor externo no Brasil

Os primeiros 20 dias de maio foram marcados por acontecimentos que levantaram questões quanto aos rumos do setor externo brasileiro. No curto prazo, a situação do balanço de pagamentos continua segura, com reservas internacionais acumuladas na ordem de US\$ 380 bilhões. No primeiro quadrimestre a balança comercial registrou superávit de US\$ 20,4 bilhões<sup>7</sup> e, no primeiro trimestre, a conta corrente do balanço de pagamentos foi deficitária em US\$ 3,2 bilhões, valor inferior ao de igual período de 2017, de US\$ 4,6 bilhões. No entanto, as mudanças no cenário internacional obrigam a uma reflexão sobre os possíveis desafios a serem enfrentados para a continuação da estabilidade do setor externo. Quais são as principais questões?

A primeira se refere ao anúncio em 1º de maio de que os Estados Unidos irão sobretaxar ou negociar cotas para as exportações brasileiras de produtos siderúrgicos e de alumínio. O total desses produtos representou 10% das exportações brasileiras para o mercado estadunidense em 2017 e 1% do total das exportações nacionais. O principal problema é que a margem de manobra para desviar as exportações perdidas nos Estados Unidos para outros mercados é pequena. Outros países afetados pelas medidas restritivas do governo Trump tenderão a assegurar a proteção de suas indústrias domésticas.

A segunda se refere a um possível recuo no crescimento econômico da Argentina e, logo, uma queda nas exportações brasileiras para este mercado. Nesse caso, o principal setor afetado seria o automobilístico. No acumulado até abril de 2018, 79% das vendas externas de automóveis foram para a Argentina e a participação das vendas de automóveis no total das exportações brasileiras é de 2,8%. Observa-se, porém, que as exportações de automóveis de passageiros para a Argentina já vinham se desacelerando desde o final de 2017 (Gráfico 9), o que reduz o crescimento das exportações totais do produto — aumento de 0,7% no total exportado entre os primeiros

**Gráfico 9: Variação (%), mês x mês do ano anterior) do Valor Total e para Argentina de Exportações Brasileiras de Automóveis**



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

<sup>7</sup> Uma análise detalhada da balança comercial de abril através de índices de preços e volume pode ser encontrada no Boletim ICOMEX no portal do IBRE.

quadrimestres de 2017 e 2018. Mesmo aumentando as exportações para outros países sul-americanos, como o Peru e o Chile, estes não substituem completamente o mercado argentino.

Nos casos acima, o dano às exportações está concentrado em segmentos de dois setores e em dois países. A perspectiva não é de perda total de participação desses produtos nesses países e o resultado agregado da balança comercial não deverá ser afetado este ano. No entanto, fica a mensagem de que a procura por novos mercados e novos produtos deve ser parte integrante da agenda de política comercial.

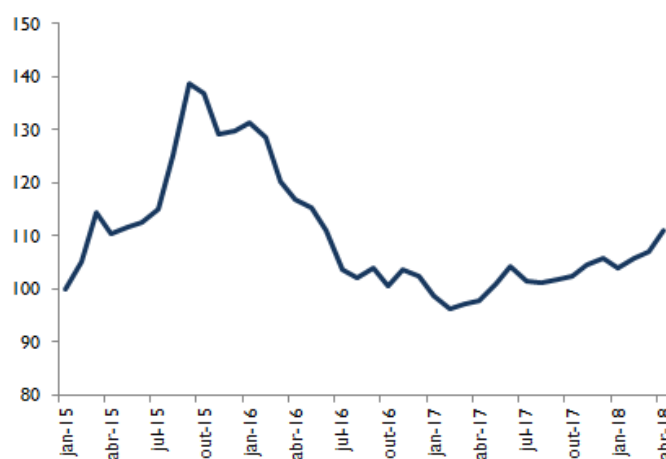
A terceira questão está associada ao aumento da taxa de juros nos Estados Unidos e à valorização do dólar num cenário em que predominam incertezas quanto à magnitude final destes movimentos na direção de um novo patamar de equilíbrio. O Gráfico 10 mostra o índice da taxa de câmbio efetiva real deflacionada por índices ao preço dos consumidores. O índice da taxa de câmbio efetiva real se desvalorizou em: 7% entre janeiro e abril de 2018; 13% entre abril de 2017 e 2018; e 9,7% comparação do acumulado até abril entre 2017 e 2018. Entretanto se compararmos

o primeiro quadrimestre de 2016 com o de 2018, o câmbio real está valorizado em 14%. Sob esse prisma, ainda haveria espaço para mais desvalorização real, supondo que a taxa de inflação se mantenha próxima aos patamares atuais.

Ressalta-se, porém, que, para as operações de comércio exterior, a instabilidade cambial é nociva, pela incerteza que traz aos cálculos de rentabilidade dos setores. Além disso, num cenário de incertezas decisões são adiadas em função de especulações sobre os movimentos cambiais. Ainda não chegamos nessa situação, mas, se perdurar e se acirrar a instabilidade cambial, que também é influenciada por fatores domésticos (o quadro eleitoral), os resultados da balança comercial passam a ser afetados.

Por último, o risco de fuga de capitais associada ao aumento da taxa de juros dos Estados Unidos, junto com vulnerabilidade das contas externas, levando a uma crise cambial, não está no horizonte. Como diversos analistas têm enfatizado nos últimos dias, não há risco imediato para o setor externo brasileiro em função dessas mudanças no cenário mundial. No entanto, as alterações no ambiente internacional levam a considerações sobre os fundamentos da estabilidade macroeconômica e política do país para enfrentar um mundo “menos generoso” em termos de liquidez e de abertura comercial para os mercados emergentes.

**Gráfico 10: Índices de Taxa de Câmbio Efetiva Real**  
(deflator IPCA)



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

## 8. Panorama Internacional

### Argentina: de volta aos anos 90

As relevantes turbulências financeiras das últimas semanas fizeram vítimas espalhadas pelo globo, trazendo à tona questões que estavam há muito escondidas. Nesse cenário internacional mais inóspito, os países com maiores fragilidades estruturais foram os mais afetados.

Destaca-se nesse grupo a Argentina, que em poucas semanas enfrentou um forte enfraquecimento de sua moeda, uma disparada de seus prêmios de risco e contestações cada vez mais intensas sobre a condução de sua política econômica. O choque foi tamanho que o país optou por elevar os juros a mais de 40% a.a., vender 10% de suas reservas internacionais e já pedir ajuda ao Fundo Monetário Internacional – medidas draconianas que trazem alívio no curto prazo, mas que também ampliam os desafios na economia política interna.

O que levou nossos vizinhos a esse ponto? Como sempre, as motivações para choques dessa magnitude são múltiplas. Se, por um lado, a normalização cada vez mais clara da política monetária global teve sua importância, por outro é injusto responsabilizar o mundo pelas milongas argentinas: fatores domésticos potencializaram os efeitos da reversão internacional e tiveram papel central no péfio desempenho recente.

Ocorreram deslizes nos últimos meses, como a imposição de impostos sobre investimentos estrangeiros em LEBACs (Letras do Banco Central), brigas em torno da independência do BCRA (Banco Central da República Argentina), “esforços” para vencer as eleições legislativas de 2017 e aumento da oposição (inclusive dentro da base governista) a novos ajustes de tarifas públicas. Ocorreram também azares, como a grave seca que diminuirá as receitas de exportação e tenderá a pressionar a inflação no curto prazo.

Mas, acima de tudo, há mecanismos estruturais em operação. Hoje a economia argentina é altamente dependente do capital externo para financiar o seu excesso de demanda interna. Isso se materializa tanto na conta corrente – o déficit é crescente e já se encontra nas cercanias de 4,5% do PIB – como nas variáveis fiscais, com resultado primário deficitário em pouco menos de 5,0% do PIB e 70% da dívida pública (de aproximadamente 60% do PIB) indexada à moeda estrangeira. A existência desses déficits gêmeos (externo e fiscal) e do que a literatura chama de “pecado original” (a incapacidade de se financiar em moeda doméstica) está na raiz dos problemas das últimas semanas.

É importante reconhecer que muito disso se refere a escolhas de economia política. O atual governo, sob a liderança do Presidente Macri, foi eleito com plataforma reformista: aplacar os desequilíbrios fiscal e externo, debelar a elevada inflação, permitir o ajustamento da taxa de câmbio e, de forma endógena, colocar o país novamente em rota de crescimento. Tudo isso deveria ser feito o mais rápido possível.

O problema dos ajustes é que eles demandam disposição para fazê-los. Ainda que os mercados tenham comprado a ideia de Macri (e isto se refletiu na disposição recente de investir na Argentina, inclusive por brasileiros) e que tenhamos observado alguns avanços nos últimos anos,



ficou claro que o sacrifício necessário (em termos de crescimento e bem-estar da população num primeiro momento) para completar as reformas em tempo adequado era muito elevado.

Optou-se, dessa forma, por um ajuste gradual e bem menos intenso: o resultado primário parou de piorar, a inflação cedeu, mas não convergiu para a meta estabelecida, e o crescimento melhorou só marginalmente. Com um ajuste incompleto, ou ao menos lento demais, as fraquezas da economia continuaram expostas: dívida crescente, déficit em conta corrente crescente e cada vez mais necessidade de recorrer ao capital externo para fechar as contas.

Em um cenário de carência de oferta de moeda forte, seja por questões internas (menos receitas de exportação), seja por questões internacionais (elevação dos juros desenvolvidos), e com *buffers* limitados (as reservas internacionais não cobrem as necessidades de financiamento em moeda estrangeira), qualquer reversão de humor teria impactos relevantes. Foi exatamente o que aconteceu.

E daqui para frente, como fica? Associado ao pedido de ajuda do FMI, a Argentina sofrerá maior escrutínio e deverá se adequar ao (potencialmente duro) ajuste proposto pelo organismo. Nessa linha, Macri tem reforçado a mensagem de maior disciplina fiscal em meio ao reconhecimento de que, ao menos no curto prazo, teremos depreciação adicional da moeda, inflação mais elevada e crescimento menor. Exatamente o tipo de equilíbrio que se tentou evitar, e exatamente aquele que tem potencial para embaralhar (ainda mais) a já confusa dinâmica política do país.

Em muitos aspectos, essa é uma volta ao final dos anos 90, com paralelos ao ocorrido no Brasil quando do abandono do regime de câmbio fixo (1999/2000). O ajuste passará pela flutuação da moeda argentina, aumento da inflação, forte contração fiscal e queda do crescimento. O país terá que empobrecer, fazendo com que a sua demanda agregada caiba novamente dentro de suas possibilidades. Na prática, serão essas as condições do FMI. A Argentina vai entregar? Só o tempo dirá...

*Livio Ribeiro e Samuel Pessôa*

## 9. Observatório Político

### Conselhos a um Futuro Presidente Minoritário

Com a crescente fragmentação do Congresso e o enfraquecimento dos três principais partidos – MDB, PT e PSDB –, tudo indica que o próximo presidente, com a possível exceção de Geraldo Alckmin, deverá começar o mandato em situação minoritária, isto é, sua coligação eleitoral não terá 50% + 1 das cadeiras nem na Câmara dos Deputados nem no Senado. Como é mais do que sabido, ao longo das nossas duas experiências democráticas (1946-1964 e 1985-2018), todos os chefes de Executivo que não lograram formar uma maioria legislativa ou a perderam não conseguiram terminar suas administrações no prazo constitucionalmente estipulado. São os casos de Vargas em 1954, Café Filho em 1955, Quadros em 1961, Goulart em 1964, Collor em 1992, e Rouseff em 2016. Trata-se de um fenômeno muito frequente em nosso país.

É mister, portanto, que se comece uma reflexão coletiva séria a respeito do que fazer para evitar a reiteração do referido – e trágico – fenômeno. Vários presidentiáveis estão plenamente cientes disso. Infelizmente, eles e alguns analistas têm sugerido que o próximo inquilino do Palácio do Planalto, caso seja minoritário, deva recorrer a plebiscitos para forçar o Poder Legislativo a acatar as principais propostas do novo governo. Essa solução tem tudo para fracassar, pois a própria ideia de usar a consulta direta ao eleitorado para aprovar leis é uma afronta às prerrogativas constitucionais de deputados e senadores, o que debilitará mais ainda o já fraco presidente minoritário. Significa também se valer de um expediente típico do rotundamente falido bolivarianismo venezuelano.

Além disso, como frisou recentemente Lucio Rennó, destacado estudioso do Congresso, este foi fortalecido pelas reformas de 2001 e 2009, as quais reduziram a capacidade de o Poder Executivo dominar a agenda da Câmara dos Deputados, que não mais pode ser bloqueada pelo contínuo bombardeio de medidas provisórias emitidas pelo Planalto. Nas palavras de Rennó, “O poder de agendamento voltou para a Câmara, ampliou a influência do colégio de líderes e do presidente da casa”.<sup>8</sup> Some-se a isso o fato de que, a partir de 2015, a execução das emendas individuais dos parlamentares ao orçamento da União passou a ser impositiva, fortalecendo mais ainda o Legislativo. Ou seja, por mais desmoralizados que se encontrem os parlamentares, sua cooperação continua sendo absolutamente vital para o êxito de qualquer governo.

Tradicionalmente, as coalizões constituem a fórmula governativa que permite que presidentes minoritários se tornem majoritários. Foi por meio delas que Kubitscheck, Sarney, Franco, Cardoso e Lula conseguiram encerrar suas presidências no prazo esperado. Todavia, por conta das revelações da Lava-Jato, o chamado presidencialismo de coalizão também está desacreditado aos olhos de ampla parcela da opinião pública e de vários ramos da classe política. O autor desta coluna discorda de várias críticas que se fazem ao presidencialismo de coalizão, mas esse debate fica para outra oportunidade. O fato relevante a ser aqui registrado é que aquele modo de relacionamento do Executivo com os partidos, tal qual tem sido praticado nos últimos anos, não vem sendo defendido publicamente por nenhum líder político de monta ou presidentiável.

O que fazer?

Idealmente, uma primeira hipótese seria tentar um amplo acordo de união nacional, o qual implicaria que leis, emendas constitucionais e reformas se fariam por meio de uma convergência explícita entre todos os principais partidos, e, quiçá, centrais sindicais e associações patronais. Porém, tudo indica que o país não estará maduro para um tal acordo em 2019. Então?

Aqui vai um conselho inusitado: um eventual presidente minoritário deveria tentar fazer, no começo de 2019, o que Collor tentou a partir do segundo ano do seu mandato e, sobretudo, no final do seu governo. Exatamente o quê?

---

<sup>8</sup> Lúcio R. Rennó, “Repensando a Gestão da Coalizão”, *Folha de São Paulo*, 04/02/2018, <https://www1.folha.uol.com.br/opiniao/tendenciasdebates/2018/02/repensando-a-gestao-da-coalizacao.shtml>.

No começo de 1991, início do segundo ano do mandato de Collor, que jamais teve maioria legislativa estável, já estava muito claro que seu plano de combate à inflação falhara. Em março, sua popularidade desaba para menos de 30%. Em abril, a Câmara dos Deputados quase aprova uma lei limitando os poderes do presidente, num claro recado ao Planalto. Collor reage: em maio, nomeia para o Ministério da Fazenda um “elder statesman”, Marcílio Marques Moreira, respeitado diplomata e financista, nomeação bem recebida pelo mercado e pelo Congresso. Além disso, Collor reduz consideravelmente a emissão de medidas provisórias, das quais abusara em 1990. Ainda assim, com a economia estagnada, a inflação muito alta, a popularidade em contínua queda e a aparição de denúncias de corrupção envolvendo o entorno presidencial, a situação política de Collor continua muito precária. Em abril de 1992, ele dá sua última tacada: nomeia um gabinete caracterizado pela delegação de poder a líderes partidários de peso (com destaque para Jorge Bornhausen) e a outros “elder statesmen” (Célio Borja, Hélio Jaguaribe e Celso Lafer), grandes homens públicos que combinavam renomada expertise e fortes laços com as elites política, empresarial, cultural e acadêmica. Num primeiro momento, esse gabinete tinha plenas condições de estabilizar a situação política do governo. Porém, em maio, Pedro Collor faz graves denúncias contra seu irmão, o presidente. Daí em diante, este foi descendo a ladeira até ser destituído em 2 de outubro.

Se não fosse pela surpreendente denúncia feita por seu irmão, Collor poderia ter sobrevivido, pois o ministério que nomeara em abril de 1992 havia sido uma hábil, sábia e vigorosa manobra política. Por um curto momento, pacificou as relações do Executivo com o Congresso. A má imagem que a era Collor tem hoje não deve nos cegar para algumas lições positivas que contém. Isto é, uma possível solução para um chefe de Estado minoritário que não deseje adotar as práticas degeneradas do hoje mal afamado presidencialismo de coalizão é formar um governo que tenha, sim, um sólido setor político que se proponha a se articular sempre com o Congresso e que não tenha nas medidas provisórias seu principal instrumento de ação. Esse mesmo governo deveria também ter um forte núcleo programático composto por homens e mulheres que mesclam elevada estatura pública, conhecimento técnico e representatividade social.

Um ministério daquele cariz emitirá uma forte mensagem à classe política: a de que o Congresso será tratado com respeito, a partir de uma relação eminentemente republicana e institucional. A maioria dos parlamentares certamente responderá à altura e não será obstáculo às reformas de que tanto carece o país. Se a fórmula funcionar no primeiro semestre de 2019, no segundo o presidente poderá tentar uma maioria legislativa formal, por meio de um acordo programático com os partidos que tiverem se revelado cooperativos no primeiro momento. Reitere-se que o novo chefe de Estado deverá reensaiar o experimento de abril de 1992 bem no começo do seu mandato, quando sua autoridade política for máxima, não quando começar a cair, como fez Collor. O Congresso vai entender a nova mensagem e mudar. Essa é a aposta.

***Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV***

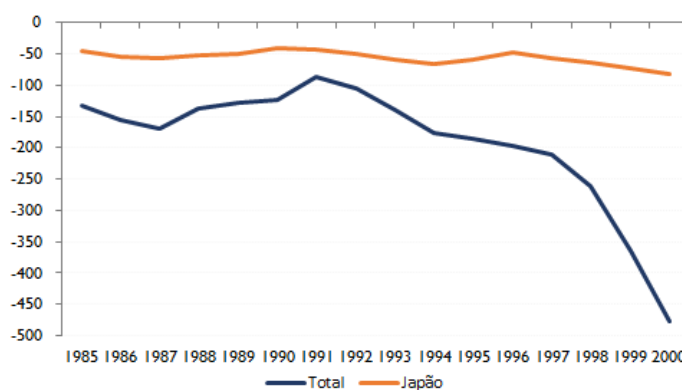
## 10. Em Foco IBRE: A batalha comercial China-Estados Unidos<sup>9</sup>

Donald Trump cumpriu sua promessa e iniciou em 2017 três frentes de “batalha comercial” contra a China, através da abertura de investigações sob o amparo da legislação de comércio exterior dos Estados Unidos. Os resultados das investigações foram anunciados e as medidas adotadas divulgadas entre janeiro e abril. A China respondeu pedindo a abertura de dois painéis de solução de controvérsias na OMC (Organização Mundial de Comércio), ainda em negociação, e com o anúncio de uma possível imposição de sobretaxas de importações oriundas dos Estados Unidos. Uma “batalha comercial” entre os dois principais exportadores e importadores do mundo traz incertezas ao comércio global e pode contribuir para a redução no seu crescimento.

### O protecionismo de Reagan e Trump

A “guerra comercial” de Trump contra a China lembra os anos de 1980, quando o Japão era o vilão na agenda comercial dos Estados Unidos. Como Trump, o governo Reagan acusava o Japão de utilizar práticas desleais no comércio e de criar barreiras nem sempre transparentes para a entrada de produtos estadunidenses no mercado japonês. O déficit da balança comercial dos Estados Unidos chegou a US\$ 170 bilhões, em 1987, sendo a contribuição do Japão de US\$ 56 bilhões, 33% do déficit total (Gráfico 11). Naquele ano, o Japão respondia por 21,6% do total das importações dos Estados Unidos.

**Gráfico 11: Balança comercial Estados Unidos - Japão**  
(em US\$ bilhões)



Fonte: *The Census Bureau*. Elaboração: IBRE/FGV.

O governo Reagan impôs acordos voluntários de restrição às exportações japonesas que incluíram diversos produtos, como automóveis, vídeo cassetes e gravadores. No debate econômico era consensual que a razão do déficit dos Estados Unidos estava na baixa poupança do país e no déficit fiscal, financiado com juros elevados. Do ponto de vista da economia política, entretanto, o governo não iria condenar a condução da sua política macroeconômica, logo culpar o Japão pelo déficit comercial era politicamente mais atraente.

O déficit comercial dos EUA começou a ceder, com certa defasagem, com a desvalorização do dólar a partir de 1985, após o Acordo Plaza, que levou à ação coordenada dos bancos centrais dos EUA, Alemanha, Japão, Reino Unido e França. Os Estados Unidos continuaram a questionar o Japão, obrigando-o a assinar um acordo voluntário de importações de semicondutores dos Estados Unidos. Ao mesmo tempo foi iniciado um diálogo para identificar os principais entraves

<sup>9</sup> Parte desse texto reproduz o meu post no Blog do Ibre de 4/05/2018.

para um comércio mais equilibrado entre os dois países. Um dos resultados foi a adoção de medidas que reduziriam o estímulo à poupança no Japão e, nos Estados Unidos, compromissos de redução do déficit fiscal, o que era endossado pelos principais parceiros do país.

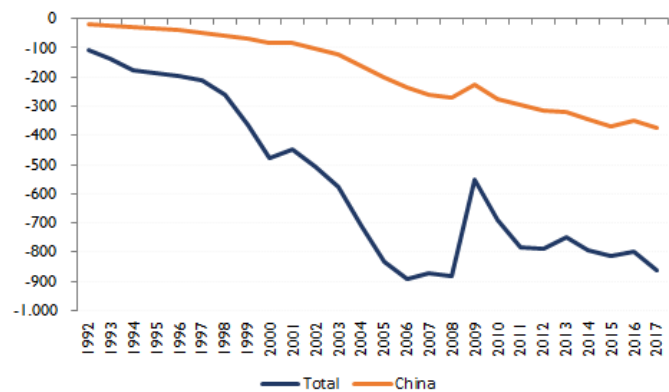
O déficit comercial dos Estados Unidos voltou a crescer a partir de 1992 e chegou no ano de 2000 a US\$ 477 bilhões. O Japão deixou de ser o vilão, com saldo negativo de US\$ 82 bilhões na balança bilateral Estados Unidos-Japão. O crescimento econômico (em especial durante o governo Clinton), o fim da Guerra Fria, a constatação de que o Japão já não era mais uma ameaça à hegemonia dos EUA no plano econômico e a criação da OMC ajudaram a atenuar os pleitos protecionistas nos EUA.

A entrada da China na OMC em 2001 foi seguida de sua rápida expansão no comércio mundial. Em 2001, o país era o sexto principal exportador mundial, com participação de 4,3%, e os Estados Unidos eram o primeiro, com participação de 12%. Em 2017, esses percentuais foram de 12,8% para a China (principal exportador mundial) e 8,7% para os Estados Unidos, o segundo maior.

O avanço da China no comércio mundial coincide com o crescimento do déficit comercial dos Estados Unidos (Gráfico 12). O saldo negativo da balança comercial dos EUA passou de US\$ 450 bilhões para US\$ 863 bilhões entre 2001 e 2017. Com a China, o déficit aumentou de US\$ 83 bilhões (18% de déficit total) para US\$ 375 bilhões (43% do déficit total) no mesmo período. A participação da China nas importações estadunidenses passou de 9% em 2001 para 21,7% em 2017, e, nas exportações, de 2,6% para 8,4%. Apenas para constar, a participação do Japão nas importações dos EUA foi de 5,8%, em 2017.

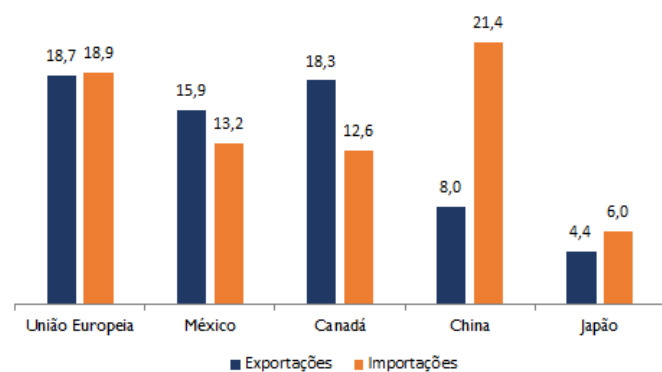
A assimetria das participações da China nos fluxos comerciais dos Estados Unidos reforça a percepção por parte da sociedade dos EUA da “deslealdade” chinesa (Gráfico 13). Com todos os

**Gráfico 12: Balança comercial Estados Unidos - China**  
(em US\$ bilhões)



Fonte: The Census Bureau. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 13: Participação (%) dos Principais Exportadores e Importadores no Comércio de Mercadorias dos EUA em 2016**



Fonte: WTO. Elaboração: IBRE/FGV.

outros principais parceiros, exceto o Japão, a participação das exportações é maior do que a das importações ou muito próxima (União Europeia).

O argumento da “deslealdade” encontra maior receptividade no caso da China do que no do Japão nos anos de 1980, mesmo entre analistas econômicos renomados como Gary Hufbauer, do *Peterson Institute for International Economics*. No entanto, todos criticam o ativismo protecionista de Trump e defendem negociações no âmbito da OMC. Além disso, não desconsideram que o déficit comercial reflete o elevado déficit fiscal dos Estados Unidos, a baixa poupança e o papel de reserva e meio de troca internacional do dólar.

Trump é mais belicoso que Reagan. O discurso de Reagan era de que o sistema multilateral não estava conseguindo disciplinar seus membros. Consequentemente, as medidas unilaterais dos Estados Unidos eram um incentivo para que todos participassem da rodada de negociações multilaterais (Rodada Uruguai, 1986/1994). Trump descarta a importância do sistema multilateral e defende medidas unilaterais como o melhor instrumento de defesa dos interesses dos EUA.

A China não tem um compromisso de aliança com os Estados Unidos como o Japão. O gigante asiático é uma potência nuclear e deverá ser a maior economia do mundo nas próximas décadas. A China tem um plano estratégico de internacionalização de suas empresas e de consolidação dos seus investimentos em terceiros mercados. A Iniciativa “One Belt and One Road” (Obor), que visa a construção de uma infraestrutura física integrada de transportes ferroviário, marítimo e energia unindo países da Ásia, África e Europa, é vista como uma estratégia geopolítica para o fortalecimento da presença chinesa no mundo. Além disso, o seu plano “Made in China 2025” visa assegurar a presença da China nos setores de tecnologia avançada, com participação crescente de conteúdo local chinês.

O protecionismo de Trump é uma tentativa de reação à estratégia da China. Essa reação americana, se ganhar escala, não deverá ter bons resultados. É pouco provável que a China aceite demandas dos Estados Unidos que a impeçam de perseguir seus objetivos. Esse é um risco que não havia nos anos de 1980.

### **O Comércio Estados Unidos-China e as medidas protecionistas**

Os Gráficos 14 e 15 mostram os principais capítulos (grupos) de exportações da China para os Estados Unidos e dos Estados Unidos para a China, respectivamente, no biênio 2015/16. Em adição, foi calculada a participação dos Estados Unidos e da China em cada um dos capítulos exportados.

A pauta de exportações da China para os Estados Unidos está concentrada em máquinas e aparelhos mecânicos e elétricos, com 44,3% do total exportado para os EUA. No total exportado para o mundo, a participação dos Estados Unidos é de 16,3% para os aparelhos e máquinas mecânicas e de 23,4% para as elétricas. Logo, uma sobretaxa tem o potencial de reduzir as exportações desses produtos para os Estados Unidos, mas a China poderá compensar com outros mercados. A dependência é maior com os Estados Unidos no caso de jogos e brinquedos (34,6%).

A pauta de exportações dos Estados Unidos para a China tem um menor grau de concentração do que a da China, mas a diferença é pequena. Os cinco principais capítulos exportados pela China para os EUA explicam 59,4% da pauta, e os cinco principais exportados pelos EUA para a China, 56,5%. O principal capítulo de exportação dos Estados Unidos são as sementes oleaginosas (soja). A participação da China no total exportado desse produto é de 50,6%. Para os outros capítulos, a participação da China não chega a 10%.

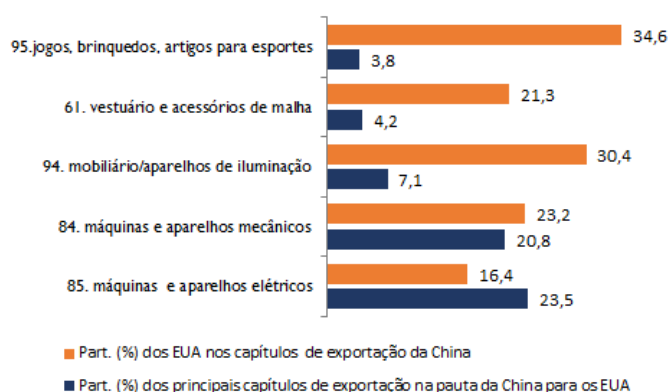
Logo, exceto soja, medidas de sobretaxa da China tenderiam a afetar menos os Estados Unidos do que o inverso. Os Estados Unidos têm uma maior participação nos principais capítulos exportados pela China. No entanto, a escolha de produtos para sobretaxar (tanto no caso estadunidense quanto chinês) é feita em maior nível de desagregação. Nesse sentido, podem ser escolhidos produtos nos quais o mercado chinês tem participação dominante nas exportações americanas.

Observa-se a coincidência nas pautas de ambos os países de máquinas e aparelhos mecânicos e elétricos, o que aponta a existência de especializações nas trocas feitas nas cadeias produtivas destes segmentos industriais.

Detalhamos, a seguir, as principais frentes de batalha que foram resumidas por Bown do Instituto Peterson.<sup>10</sup>

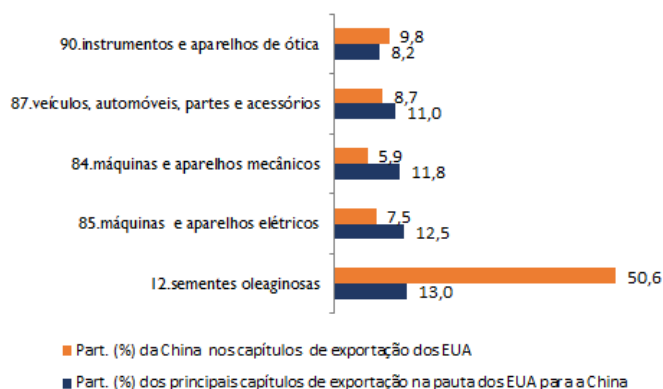
**A primeira investigação se refere às importações de painéis solares e máquinas de lavar roupa sob a égide da Seção 201, que trata de cláusulas de salvaguardas.** No caso das máquinas de lavar, foi estabelecida uma tarifa de importação que é de 50% em 2018 e cai até 45% em 2020, caso seja

**Gráfico 14: Principais Capítulos de Exportações na Pauta da China para os EUA: 2015/2016**



Fonte: Sistema WITS. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 15: Principais capítulos de exportações na pauta dos EUA para a China (2015/2016)**



Fonte: Sistema WITS. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>10</sup> <https://piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/trump-trade-war-china-date-guide>  
<https://piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/more-soybeans-trumps-section-301-tariffs-and-chinas-response>

ultrapassada a cota de 1,2 milhão de unidades. Para importações dentro da cota, a tarifa se inicia em 20% e cai para 16%. No caso dos painéis solares, a tarifa para importações acima de 2,5 gigawatts inicia-se em 30% e chega em 2021 a 15%. É importante enfatizar que as medidas não afetam apenas a China. Outros países, cujas exportações para os Estados Unidos foram entendidas como fatores de dano para a indústria, também foram penalizados. No caso das máquinas de lavar, entraram o México, Coreia do Sul e Tailândia. No caso dos painéis solares, México, Canadá, Coreia do Sul, Tailândia e Filipinas.

Embora não haja relação direta, Bown considera que a sobretaxa preliminar de 178,6% sobre as importações de sorgo dos Estados Unidos, a partir de uma investigação de *dumping* em abril de 2018, foi a resposta da China. O cenário seria, portanto, de intensificação de investigações de *dumping* e subsídios em relação aos produtos estadunidenses.

**A segunda investigação trata das importações de aço e alumínio sob a égide da Seção 232 sobre segurança nacional.** Conforme detalhado na apresentação disponível no portal do IBRE (economia aplicada/estudos do setor externo/apresentação março 2018), a China não é a principal fornecedora de alumínio ou aço para os Estados Unidos. No entanto, a indústria siderúrgica estadunidense entende que a China é uma das principais causas para o excesso de capacidade do setor no mundo, o que requereria um acordo de ordenamento do mercado. Enquanto não há consenso para esse acordo, os Estados Unidos impõem medidas que abrangem três grupos. O primeiro é constituído por Canadá e México – que respondem por 32% do total das importações de aço e alumínio, no valor de US\$ 48 bilhões – e está isento de sobretaxas e cotas enquanto não se concluem algumas questões na renegociação do NAFTA (o acordo de livre comércio Estados Unidos, México e Canadá). O segundo, com percentual de 31%, é composto pela União Europeia (UE), República da Coreia, Brasil, Argentina e Austrália, e estava isento até 1º de maio. A UE não aceita negociar e anunciou que irá retaliar. Austrália, Coreia e Argentina negociaram cotas e sobretaxas. O Brasil achou que teria mais tempo para continuar as negociações em andamento, mas os Estados Unidos suspenderam unilateralmente a negociação e a margem de manobra é a escolha entre cota ou sobretaxa de 10% para alumínio e 25% para produtos siderúrgicos. No momento em que escrevemos este artigo, a preferência é por cotas na siderurgia (média do volume exportado nos últimos três anos) e sobretaxa no alumínio.

Em relação ao terceiro grupo, em que estão China, Índia, Rússia, Turquia, Japão e outros países, num total de 37% das importações, as medidas de “defesa da segurança nacional” não estão em negociação. O valor das exportações chinesas que serão afetadas é de US\$ 2,8 bilhões, sendo 64% de produtos de alumínio. A China anunciou que irá retaliar exportações estadunidenses no valor de US\$ 2,4 bilhões: 49% de resíduos e sucata de alumínio; 20% de carne de porco; 20% de frutas e nozes; e 11% de outros.



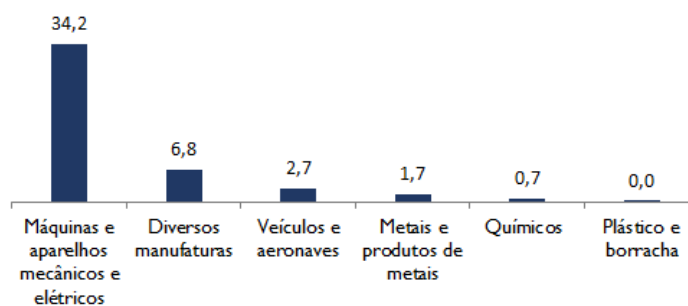
A “terceira batalha” se refere ao tema dos direitos de propriedade intelectual, uma investigação sob a égide da Seção 301. O governo Trump anunciou uma lista de 1333 produtos, somando US\$ 46,2 bilhões de importações oriundas da China, que seriam sobretaxadas em 25% (Gráfico 16). Bown ressalta que 85% desses produtos são bens intermediários e bens de capital. Logo, fazem parte das cadeias produtivas das indústrias estadunidenses, que experimentarão elevação nos seus custos de produção. A China anunciou uma lista de 106 produtos, correspondentes a US\$ 49,8 bilhões de importações oriundas dos Estados Unidos, que serão sobretaxados em 25% (Gráfico 17). Os produtos pertencem ao setor de transporte (carros, aeronaves, entre outros) e soja. O governo Trump estuda a possibilidade de divulgar uma lista adicional no valor de US\$ 100 bilhões.

Para o Brasil, o possível ganho com as retaliações no caso da Seção 301 é o aumento das exportações de soja para a

China. Como mostra o Gráfico 18, o Brasil já é o principal exportador de soja para a China. A sobretaxa não deverá restringir toda a oferta dos Estados Unidos para a China, mas deverá elevar preços e aumentar o volume exportado do Brasil. Entretanto, num cenário de incertezas, é preferível ser cauteloso e não apostar na permanência dessas medidas.

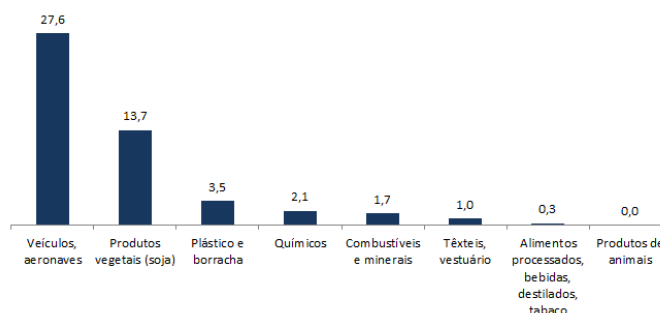
Os desdobramentos da “batalha comercial” entre a China e os Estados Unidos não sinalizam, até o momento, um caminho de negociação definitiva. Como já mencionado, uma das interpretações para as medidas do governo Trump é de que elas vão além de uma resposta aos pleitos protecionistas da indústria dos Estados Unidos e constituem uma “tentativa de resistência” ao avanço da China, com seu processo de internacionalização via aumento dos investimentos diretos – em especial na forma de fusões e aquisições. Nesse caso, a questão poderia se manter mesmo sem Trump. O que está em jogo é como organizar “uma nova ordem comercial”, com a presença de um novo ator com poder econômico e militar e que não adere totalmente aos princípios que as grandes economias ocidentais e mais o Japão entendem como a ordem liberal a ser preservada.

**Gráfico 16: Importações da China pelos EUA dos Produtos Sujeitos à Retaliação sob a Seção 301**  
(Valor em US\$ bilhões 2017)



Fonte: PIIE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 17: Valor (em US\$ bilhões) das Exportações (2017) dos EUA Sujeitos à Retaliação da China**



Fonte: PIIE. Elaboração: IBRE/FGV.

É nesse momento que o governo Trump deveria fortalecer os organismos multilaterais como o fórum adequado de negociação para essa “nova ordem”. A “batalha comercial” não levará a um entendimento e, por enquanto, a China não sinaliza que ficará passiva frente às medidas anunciadas. Em adição, Trump esquece as vantagens dos Estados Unidos em relação à China no setor de serviços, em que a balança tende favoravelmente para os Estados Unidos, seja no mundo ou relativamente à China. O mundo será

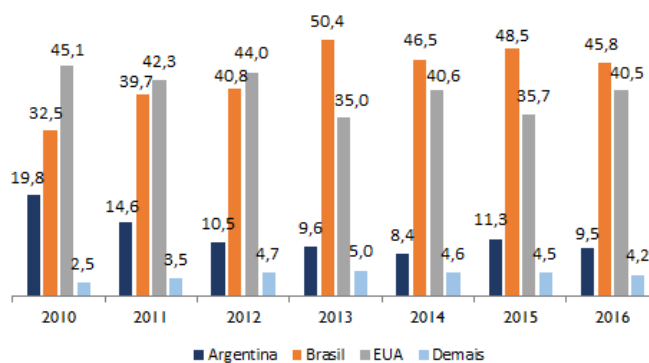
predominantemente uma economia de serviços e, neste caso, os Estados Unidos deveriam aproveitar para intensificar suas trocas com a China, em que tendem a ganhar.

*Post scriptum:* Após ter fechado este artigo, foi anunciado que China e Estados Unidos resolveram dar uma trégua na “guerra comercial”, suspendendo a adoção imediata de sobretaxas. No comunicado é informado que a China se comprometeu a aumentar suas compras de produtos estadunidenses, mas não foi explicado como. Ambos os governos anunciaram que seus interesses foram atendidos. É uma trégua que se negociou, mas não está claro que os conflitos terminarão, pois a negociação final não foi realizada.

**Lia Baker Valls Pereira**

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

**Gráfico 18: Participação (%) dos Principais Países Exportadores de Soja para a China**



Fonte: Sistema WITS. Elaboração: IBRE/FGV.

## 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

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luana Miranda

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Paulo Lins

Samuel Pessôa

Sílvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e Técnica: Sílvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

### Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Fernando de Holanda Barbosa Filho, José Júlio Senna, Luana Miranda, 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

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 21 de maio 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.