

País se aproxima de momento de decisão

Quando assumiu o comando do país, há pouco menos de um ano, o atual governo herdou uma economia em forte recessão, com inflação de dois dígitos e um quadro fiscal extremamente complicado, com a dívida pública em forte escalada. De lá para cá se observaram grandes avanços, com a economia dando sinais de que está retomando o crescimento, a inflação rodando abaixo da meta e os juros em queda acelerada.

Não obstante, o quadro fiscal continua muito complicado, em dois sentidos. De um lado, porque o déficit público primário permanece elevado e sem dar sinais de que vá cair significativamente, devido às frustrações de receita e os aumentos obrigatórios de gastos. De outro, porque há pouco apoio político para um ajuste mais forte das contas públicas, por conta da conturbada cena política, da recessão e da resistência de corporações e grupos de interesse, que lutam para manter o que muitos entendem ser privilégios injustificados.

Diante dessas restrições, o governo vem tentando equacionar a situação fiscal por meio de reformas que estabilizem a relação dívida pública / PIB em horizontes longos, de cerca de dez anos. Essa é a proposta com a Emenda Constitucional 95, que estabeleceu o teto de gastos; com o projeto de renegociação das dívidas estaduais; e com a reforma da Previdência, sem a qual será muito difícil cumprir o teto do gasto. O mercado comprou essa estratégia, o que levou a forte queda do prêmio de risco país, à valorização do Real e à queda dos juros longos.

Agora chegou o momento da verdade para a mais importante e difícil das reformas: a previdenciária. Não surpreende, portanto, que a iminência de que essa reforma entre em votação no Congresso esteja influenciando o desenrolar do quadro econômico. O mercado e os agentes da economia real parecem estar em cauteloso compasso de espera, ao menos na superfície, enquanto se aguarda o que farão Legislativo e Executivo a partir das emendas que estão sendo propostas ao projeto original do governo. Situação oposta à da arena política, cuja cena turbulenta vem sendo dominada pela divulgação dos depoimentos dos colaboradores na Operação Lava Jato.

Parece provável que a reforma será aprovada. A grande dúvida é que reforma será essa. As emendas à proposta de reforma do governo vão no sentido de reduzir seus efeitos sobre as contas públicas a médio e longo prazo, embora ainda não se possa precisar em quanto. Muito resta por ser debatido e votado no próximo par de semanas. O risco, portanto, parece ser que se aprove uma proposta que fique muito aquém do necessário para equacionar a crise fiscal.

O mercado parece estar precificando uma reforma da Previdência um pouco mais modesta que a originalmente enviada pelo governo. Mas qual será sua reação a uma reforma muito desidratada em relação ao projeto original? Será essa reação suficientemente forte para interromper a atual recuperação da atividade, pressionar a inflação e impedir uma queda mais forte dos juros? Como isso impactará o risco político em um país com um governo sem apoio popular e que caminha para uma incerta eleição em 2018?

Esse é o quadro que se observa neste começo do segundo trimestre, quando se notam com mais clareza sinais de melhora em várias dimensões da economia.

Do lado do nível de atividade, o cenário é mais positivo, mas nada particularmente brilhante, como vínhamos notando em edições anteriores deste Boletim. A melhora nas previsões decorre do bom desempenho da agropecuária, já identificado anteriormente, e de melhoras nos indicadores de atividade do comércio e dos serviços. Na indústria, porém, nossa última revisão das projeções foi no sentido de baixa. Além disso, as mudanças metodológicas recentemente introduzidas nas pesquisas do comércio e dos serviços recomendam uma certa cautela na interpretação dos fortes ganhos observados neste começo de ano.

A grande surpresa pelo lado da demanda vem do comportamento das importações, especialmente de bens intermediários, que vêm apresentando forte crescimento. É oportuno registrar que esse comportamento não é consistente, como seria de se esperar, com o desempenho industrial, até aqui modesto, como dissemos.

Em que pese a alta nas importações, o saldo da balança comercial no primeiro trimestre foi especialmente elevado, contribuindo para derrubar o déficit em transações correntes. Por trás desse ótimo desempenho estão, novamente, as commodities, principalmente; por trás dos países de destino está, outra vez, a China.

Ainda pelo lado da demanda, frustrou-se um pouco nossa expectativa de que a devolução dos recursos nas contas inativas do FGTS fosse desembocar em elevação do consumo das famílias. Ao contrário, como demonstra enquete do IBRE, as famílias têm optado por usar esses recursos prioritária e majoritariamente para abater dívidas.

Isso talvez ajude a explicar porque os consumidores, além das empresas, elevaram em março seus níveis de confiança para níveis semelhantes aos do início da atual fase recessiva, depois da longa fase de baixa que teve seu mínimo de meados de 2015 ao começo de 2016. Note-se que o aumento de confiança ocorreu principalmente por causa da melhora dos componentes de expectativas desses indicadores. Já os indicadores que retratam a satisfação de empresas e consumidores com a situação atual pouco avançaram em março, mantendo-se em patamares típicos de períodos de recessão. A ainda elevada incerteza econômica ajuda a explicar essa falta de sintonia entre melhora das expectativas e a estabilidade em baixo patamar da avaliação da situação atual, por exemplo, na indústria.

Ainda no rol dos dados positivos, a desaceleração da inflação, outra sensível indicação de melhora econômica, pela melhoria de bem estar que acarreta, continua a surpreender. Além dos componentes relacionados à alimentação no IPCA, há também sinais de alívio nos preços por atacado, seja de matérias primas agropecuárias, seja de diversos segmentos de produtos industriais, indicando menores pressões nos preços ao consumidor à frente. E mesmo em relação aos serviços livres, cuja inflação apresentou elevada rigidez em anos anteriores, as previsões são de que esta volte a desacelerar, depois da pequena elevação da taxa para os doze meses terminados em março. A inflação está, sem sombra de dúvida, em baixa, como confirmou o IPCA-15 de abril.

Não é por outra razão que o BC intensificou o ritmo de flexibilização monetária, ao reduzir a SELIC em 100 pontos em abril — embora vários analistas torcessem por redução ainda maior. A queda do juro básico, além do potencial efeito dinamizador sobre a economia, rebate favoravelmente sobre o estado das contas públicas pela contribuição sobre o déficit nominal, tema analisado na contribuição do Analista Convidado deste mês.

E é precisamente na avaliação das contas públicas que começa o calvário do quadro econômico. Contas essas que continuam a inspirar cuidados, como se deduz da recente elevação da meta de

déficit primário projetada para o ano que vem. A avaliação também sugere que medidas adicionais terão que ser tomadas para amortecer a expansão do endividamento público, que é o traço mais marcante e preocupante do momento atual, especialmente se os efeitos da reforma da Previdência não forem tão fortes como se espera.

Outra etapa do calvário da economia está no mercado de trabalho, que tem custado a reagir — embora essa demora fosse esperada, como previsto em outras edições deste Boletim. A taxa de desemprego continuou a subir em fevereiro, devido à queda no número de pessoas ocupadas, simultaneamente a um aumento na população economicamente ativa. Aparentemente, os sinais de recuperação da atividade econômica ainda não são suficientemente fortes para justificar novas contratações. Ao mesmo tempo, a força de trabalho aumenta de forma mais acelerada do que antevíamos.

A pressão do desemprego sobre a avaliação das famílias em relação ao quadro econômico e político é forte o suficiente para gerar uma situação de desconforto que dificilmente deixará de ter implicações nas escolhas eleitorais de 2018. O que, por sua vez, pode rebater de volta na economia, em função do aumento da incerteza.

É contra esse pano de fundo moderadamente sombrio, mas com traços de esperança, que se desdobram as análises desta edição do Boletim Macro, um breve resumo do qual inclui:

1. Na seção dedicada ao nível de atividade, alteramos as projeções do PIB para o primeiro e segundo trimestres, após as expressivas revisões dos dados de janeiro e fevereiro da Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS) e da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC): revisamos de 0,3% para 0,6% a projeção de crescimento do PIB do primeiro trimestre em relação ao quarto trimestre do ano passado, e para o segundo, de 0,4% para 0,2%.

Registre-se que o Monitor do PIB apontou crescimento de 0,3% (MsM) em janeiro e 0,8% (MsM) em fevereiro. Para março, nossas prévias para os indicadores de atividade indicam variações de -1,5% para a indústria (PIM-PF) e -0,4% para o comércio varejista (PMC restrita).

Para o ano, a previsão de crescimento foi mantida em 0,4%. Mas a composição do crescimento mudou em comparação com a última edição deste Boletim: maior contribuição da agropecuária e do setor serviços, e menor contribuição da indústria, com destaque para a indústria de transformação. A recuperação mais lenta da indústria manufatureira traz preocupações em relação ao cenário prospectivo. Uma vez esgotado o bônus agropecuário nos próximos trimestres, uma dinâmica mais fraca da indústria deverá acarretar alguma revisão baixista para a atividade econômica. [\(Seção 1\)](#)

2. Os índices de confiança de empresas e consumidores mantiveram em março a tendência de alta iniciada em janeiro, aproximando-se dos níveis observados no final de 2014. Assim como no ano passado, a alta neste ano ocorre majoritariamente em função da melhora dos componentes de expectativas. Mas, ao contrário do ano passado, há razões para crer que os índices de expectativas estejam hoje relativamente calibrados.

Apesar da aparente normalidade na evolução dos índices de confiança e seus componentes neste ano, o nível ainda elevado de incerteza econômica continua sendo um fator a justificar cautela na interpretação dos resultados. [\(Seção 2\)](#)

3. O mercado de trabalho decepcionou em fevereiro, com desempenho mais fraco do que o esperado. A taxa de desemprego da PNAD-C registrou forte aumento no mês, indo a 13,2% (ante 12,6% em

janeiro). A razão para isso foi uma queda maior do que a esperada da População Ocupada e a aceleração no ingresso de pessoas na População Economicamente Ativa.

Com isso, nossos analistas reviram para pior suas projeções para o mercado de trabalho neste ano e no próximo, ficando a taxa de desemprego em 13,4% no 1º e no 2º trimestre deste ano. O emprego iniciará uma recuperação somente a partir do terceiro trimestre. Essa retomada se acentuará no quarto, continuando em 2018. Ainda assim, a taxa de desemprego projetada alcançará 12,1% no fim de 2018, nível semelhante ao do final de 2016. [\(Seção 3\)](#)

4. Na análise da inflação existem notícias favoráveis, como vimos. Além das já mencionadas, destaque-se que: (i) dos 13 itens incluídos no IPA que se destinam à indústria de alimentos, nove estão com variações negativas (soja e milho terão este ano safras gigantescas, e não apenas no Brasil); (ii) a nova rodada de declínio dos preços no IPA, por ora ainda distante do consumidor, deverá alcançar o IPC em poucas semanas, trazendo impulso adicional à desinflação de alimentos; e (iii) a prévia do IGP-M de abril também apresentou um quadro de alívio em diversos segmentos de produtos industriais.

Como destacam nossos analistas, “ainda que em velocidades diferentes, praticamente todos os grupos de bens e serviços vêm contribuindo para a firme e por vezes ainda surpreendente desaceleração da inflação. Isso posto, fica reafirmada a expectativa de que o IPCA chegará ao fim de 2017 com variação acumulada de 4,1%.” [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção dedicada à política monetária, nosso analista especula sobre as discussões acerca da probabilidade de a taxa SELIC diminuir mais de 100 pontos em cada rodada do COPOM. Apesar de a maioria ter achado que era mais provável um movimento de 100 pontos antes da última reunião do Comitê, diversos analistas imaginavam a possibilidade de o BC agir de maneira mais agressiva, ajustando a Selic em 125 ou mesmo 150 pontos. Em 12 de abril confirmou-se a expectativa da maioria.

Mas, é razoável pensar em redução de mais de 100 pontos? Na visão do nosso analista, a possibilidade existe, mas com baixa probabilidade: “Sob o regime de metas de inflação, é conveniente evitar oscilações muito expressivas ... da taxa básica de juros. Oscilações muito expressivas tendem a prejudicar a formação de preços nos mercados financeiros, já que alargam demais o leque de possibilidades de ajuste dos juros.” [\(Seção 5\)](#)

6. Na arena fiscal, nossa analista destaca os enormes desafios deste ano. Especialmente tendo em vista que os resultados fiscais não foram bons no primeiro trimestre, quando houve uma contração na arrecadação das receitas federais, administradas pela Secretaria da Receita Federal do Brasil, de 0,9% em termos reais frente ao mesmo período de 2016. Pelo lado das despesas primárias, as variações a preços constantes, frente ao primeiro trimestre de 2016, são de elevações de 5,8% para os gastos com Previdência e de 7,7% para os gastos com pessoal da União. Os gastos com benefícios previdenciários correspondem a mais de 40% do total e as despesas com pessoal e encargos sociais, outros 20%. A implicação é que serão necessários esforços tanto nas receitas quanto nas despesas para cumprir a meta de resultado primário de 2017. [\(Seção 6\)](#)

7. No setor externo, o quadro continua favorável, como vimos. O déficit em conta corrente caiu de US\$ 6,7 bilhões para US\$ 6,0 bilhões entre os primeiros bimestres de 2016 e de 2017, devido principalmente à melhora na balança comercial. A melhora na balança comercial poderá se sustentar e previsões de saldos ao redor de US\$ 50 bilhões ganham viabilidade em um cenário de crescimento das exportações e das importações.

O comportamento favorável das *commodities* e a melhora da balança comercial estão fortemente associados à China. O ganho de US\$ 6 bilhões no superávit comercial do primeiro trimestre de 2017

em relação ao de 2016 é dominado pelo resultado da balança bilateral com a China, que passou de superávit de US\$ 1 bilhão para US\$ 5 bilhões. Com isso a participação do “Império do Meio” na pauta de exportações do Brasil passou de 16% para 23% entre os primeiros trimestres de 2016 e 2017. Uma boa notícia para o Brasil é a de que os especialistas em China não esperam grandes riscos para o crescimento de cerca de 6,5% para o país neste ano. A alta de 6,9% do PIB chinês no primeiro trimestre de 2017 é um sinal nessa direção. [\(Seção 7\)](#)

8. No Panorama Internacional, nosso analista destaca a revisão para baixo quanto ao desempenho da economia dos EUA no primeiro trimestre: segundo o acompanhamento do Fed de Atlanta, esse trimestre fechou com crescimento provavelmente na casa de 0,5%, em termos anualizados. A análise destaca que, se olharmos de 2009 para cá, o crescimento do PIB do primeiro trimestre foi, em média, 0,9 pp abaixo da taxa de crescimento anual, se considerarmos a primeira divulgação, e 1,2 pp abaixo, se considerarmos o número definitivo. Para os outros trimestres, para compensar, ocorreu o oposto: a taxa de crescimento do PIB foi, em média, maior do que a taxa de crescimento do PIB do ano.

No entanto, os dados do mercado de trabalho americano têm sido bem satisfatórios. No primeiro trimestre foram criados 175 mil empregos por mês, em média. A taxa de desemprego tem estado baixa, em 4,5%, sendo que o desemprego de longo prazo se encontra em 1%, nível pouco acima da média histórica. Nas palavras do nosso analista, “todos os sinais quantitativos para o primeiro trimestre são de um mercado de trabalho que continua a melhorar, apesar de o desempenho da economia ter decepcionado. Prossegue, portanto, o cenário de baixo crescimento da produtividade.” [\(Seção 8\)](#)

9. Nosso analista convidado desta edição do Boletim é Manoel Pires, pesquisador associado do IBRE, que na sua contribuição analisa o quadro fiscal. Em especial, ele destaca que, “apesar da dificuldade de melhorar mais rapidamente o resultado primário, o governo tem conseguido acelerar o ajuste fiscal, reduzindo substancialmente o pagamento de juros: o total dessa rubrica caiu de 9% do PIB em janeiro de 2016 para 6,2% do PIB em fevereiro de 2017, o que tem contribuído para a redução do déficit nominal. Essa queda ocorreu pelos seguintes fatores: (i) a valorização cambial, que gerou lucro nas operações de swaps cambiais; (ii) a redução da taxa de juros Selic; e (iii) o resgate de R\$ 130 bilhões junto ao BNDES.”

Mais adiante, Manoel Pires acrescenta que “com a redução da Selic esperada nos próximos meses e a mudança da TJLP, o processo de redução de pagamento de juros pelo governo deve ter continuidade, criando um alívio fiscal importante que comprará tempo para melhorar de forma estrutural o resultado primário sem comprometer a recuperação.” [\(Seção 9\)](#)

10. A seção Em Foco, finalmente, é de autoria Aloisio Campelo Jr. e Paulo Picchetti. Intitulada “A fragilidade da recuperação”, nela os autores exploram a questão da retomada no nível de atividade como sendo o tema central da discussão sobre conjuntura econômica no Brasil. Neste sentido, sua preocupação é a de tentar identificar se estamos passando por um ponto de reversão do ciclo de atividade no país. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Revisões metodológicas das pesquisas mensais de atividade darão mais um impulso pontual ao PIB

Após as expressivas revisões dos dados de janeiro e fevereiro da Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS) e da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), tivemos de revisar nossa projeção de crescimento do PIB de 0,3% TsT (-1,4% AsA) para 0,6% TsT (-1,0% AsA) no primeiro trimestre de 2017 (Tabela 1). Com efeito, o Monitor do PIB-IBRE/FGV, já incorporando essas novas informações, apontou crescimento de 0,3% MsM (-0,1% AsA) e 0,8% MsM (-1,1% AsA) para os dois primeiros meses de 2017, respectivamente (Tabela A.1). Para março, nossas prévias para os indicadores de atividade apontam variações de -1,5% MsM para a indústria (PIM) e -0,4% MsM para o comércio varejista (PMC restrita).

Tabela 1: PIB: Projeções

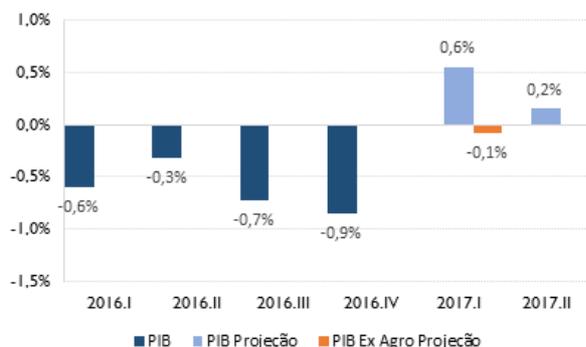
Atividades	2017.I (AsA)	2017.I (QoQ)
Consumo das famílias	-2.0%	-0.2%
Consumo do governo	-0.8%	-0.3%
Formação bruta de capital fixo	-5.8%	-3.1%
Exportação	0.8%	4.3%
Importação	9.3%	1.5%
PIB	-1.0%	0.6%
Agropecuária	9.8%	8.3%
Indústria	-1.1%	0.8%
Extrativa	8.7%	1.3%
Transformação	-0.3%	1.4%
Construção civil	-7.1%	-0.5%
Eletricidade e outros	2.2%	1.3%
Serviços	-1.7%	0.0%

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

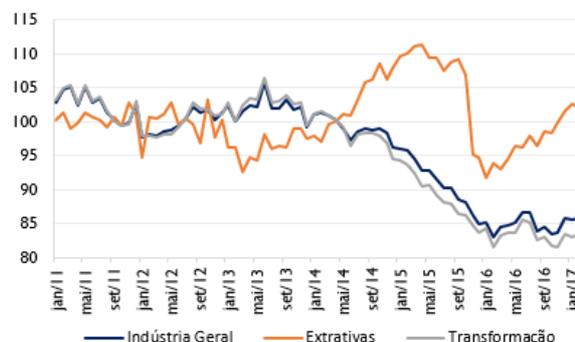
Segundo o IBGE, as intervenções metodológicas sobre a PMC e a PMS consistiram em atualizar a amostra de empresas informantes a partir dos estratos certo e gerencial¹ da Pesquisa Anual do Comércio (PAC) e da Pesquisa Anual dos Serviços (PAS), ambas de 2014, e produzir com essas informações novas séries a partir de janeiro de 2017. Na tradução para as Contas Nacionais, o mais provável é que os outros serviços, em maior grau, e o comércio, em menor, sejam as atividades mais afetadas pelas mudanças referidas. O PIB de serviços, portanto, deve subir de -2,0% AsA para -1,7% AsA, e em conjunto com a agropecuária contribuir favoravelmente para o PIB neste primeiro trimestre. Entretanto, tendo em vista que esse impacto é pontual, o maior crescimento no primeiro trimestre deverá ser compensado com uma expressiva desaceleração no segundo (0,2% TsT e -0,3% AsA) (Gráfico 1).

Anteriormente a essas intervenções, no entanto, as informações recebidas em janeiro e fevereiro eram condizentes com a manutenção da nossa antiga projeção de PIB para este primeiro trimestre (0,3% TsT e -1,4% AsA), a despeito de a composição do crescimento ter mudado para uma maior contribuição do PIB agropecuário e menor do PIB da transformação. De fato, a indústria de transformação mostrou recuperação aquém da antecipada há dois meses atrás (Gráfico 2).

¹ O estrato certo abrange empresas com 20 ou mais pessoas ocupadas, enquanto o estrato gerencial engloba as empresas com menos de 20 pessoas ocupadas e que atuam em mais de uma Unidade da Federação.

Gráfico 1: Crescimento do PIB – Tst (com ajuste sazonal)

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

Gráfico 2: Produção Industrial: índice (com ajuste sazonal)

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

Felizmente, a projeção de crescimento do PIB agropecuário subiu o suficiente para compensar a fraqueza das demais atividades nas Contas Nacionais (Tabela 1). A última divulgação dos dados do LSPA² relativos a março, embutindo uma projeção de crescimento de 25,1% para a safra de 2017, é compatível com crescimento de 9,8% AsA (8,3% Tst) para o PIB agropecuário no primeiro trimestre de 2017.

Pelo lado da demanda, a maior surpresa até o momento se concentra na evolução das importações, em particular de bens intermediários, cujo pujante crescimento nos últimos três meses parece ter-se descolado da dinâmica do investimento. No consumo, os recursos do FGTS, com cuja contribuição contávamos a partir do segundo trimestre, devem ter impacto inferior ao previsto. Com efeito, pesquisa da Sondagem do Consumidor-IBRE/FGV mostrou que apenas 9,6% do estoque de recursos disponíveis para saque deverá ser destinado a despesas de consumo. À luz dessa informação, nossa projeção para o consumo das famílias, atualmente em 0,2%, será revisada para baixo.

Mesmo elevando a projeção de crescimento do PIB para o primeiro trimestre, a recuperação mais lenta da indústria de transformação traz preocupações em relação ao cenário prospectivo. Uma vez esgotado o bônus agropecuário nos próximos trimestres, uma dinâmica mais fraca da indústria deverá acarretar alguma revisão baixista para a atividade econômica. Resta saber se a força das importações de bens intermediários se prolongará no decurso deste ano, com repercussões potencialmente positivas sobre a produção industrial em algum momento.

² Levantamento Sistemático da Produção Agrícola – IBGE.

Tabela A.1: Monitor do PIB

Atividades	FEV2017/FEV2016 (Sem ajuste sazonal)	FEV2017/JAN2017 (Com ajuste sazonal)	Média Móvel 3 Meses	
			FEV2017/FEV2016 (Sem ajuste sazonal)	FEV2017/NOV2016 (Com ajuste sazonal)
Consumo das famílias	-2,0%	1,41%	-2,0%	-0,89%
Consumo do governo	1,3%	-0,36%	1,2%	1,26%
Formação bruta de capital fixo	-3,6%	3,87%	-3,1%	-0,55%
Exportação	-5,4%	-1,00%	-3,0%	2,50%
Importação	4,2%	-6,35%	12,2%	4,33%
PIB	-1,1%	0,78%	-0,9%	0,15%
Agropecuária	12,2%	2,73%	8,1%	8,62%
Indústria	-0,8%	1,87%	-0,4%	0,03%
Extrativa	6,0%	0,67%	7,5%	2,71%
Transformação	-0,1%	2,00%	0,4%	0,21%
Construção civil	-8,7%	-0,07%	-7,0%	-1,34%
Eletricidade e outros	8,8%	-1,04%	7,8%	5,42%
Serviços	-1,7%	0,36%	-1,4%	-0,07%
Comércio	-1,5%	0,71%	-0,4%	-0,22%
Transporte	-7,1%	-1,54%	-4,3%	-0,04%
Serviços de informação	-1,6%	-0,40%	-3,2%	-0,69%
Intermediação financeira	-3,5%	-0,39%	-3,3%	-0,57%
Outros serviços	-2,5%	2,10%	-2,3%	0,52%
Aluguéis	0,0%	0,09%	0,1%	-0,13%
Administração pública	0,2%	-0,17%	0,1%	0,24%

Fonte: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

O grande descolamento

Os índices de confiança de empresas e consumidores mantiveram em março a tendência de alta iniciada em janeiro, aproximando-se dos níveis observados ao final de 2014, período inicial e relativamente moderado da atual recessão. Os resultados continuam retratando uma fase de transição, em que alguns indicadores remetem a períodos recessivos e outros já apontam melhoras. Um dos principais traços dessa dualidade é a enorme distância entre os indicadores de situação presente e de expectativas.

Assim como no ano passado, a alta dos índices de confiança neste ano vem ocorrendo majoritariamente em função da melhora dos componentes de expectativas. Com a nova onda de elevações, esses indicadores se aproximam agora de uma região de neutralidade, enquanto os níveis dos indicadores que retratam a satisfação de empresas e consumidores com a situação

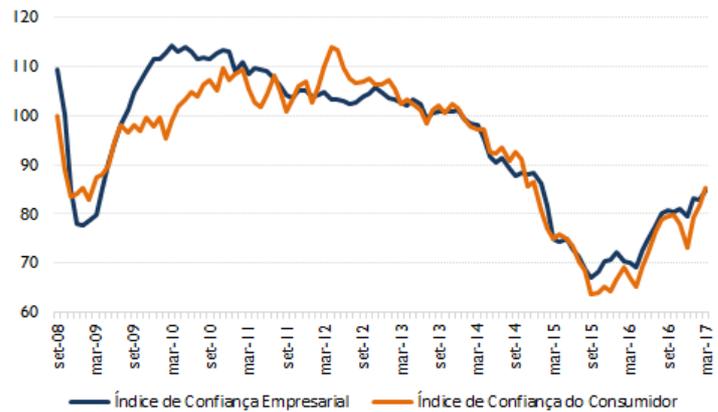
atual avançam tão lentamente que, em março, continuavam comparáveis aos de outros períodos recessivos.

Descolamentos tão expressivos entre esses indicadores ocorreram poucas vezes no passado e cada evento parece ter sido motivado por uma questão específica, dificultando comparações. Em 2002, por exemplo, o Índice de Expectativas (IE) da Indústria chegou a subir um pouco em meio a duas recessões tão próximas que não houve tempo para reação do Índice da Situação Atual (ISA). No caso do Consumidor, chama atenção o descolamento de 2007, decorrente de uma combinação de expectativas muito favoráveis e nível de satisfação neutro em relação ao presente. E em 2017, o que esperar a partir do mix de expectativas moderadamente baixas e avaliações extremamente desfavoráveis para a situação atual?

Ao contrário do ano passado, há razões para crer que os índices de expectativas estejam hoje relativamente calibrados. A economia passou de uma fase de retração a uma de estagnação, a política monetária vai se tornando menos restritiva e começam a surgir outras fontes de estímulo econômico. A melhora do ambiente de negócios se reflete nos indicadores de ímpeto de contratações pelas empresas, que continuam em terreno negativo, mas se

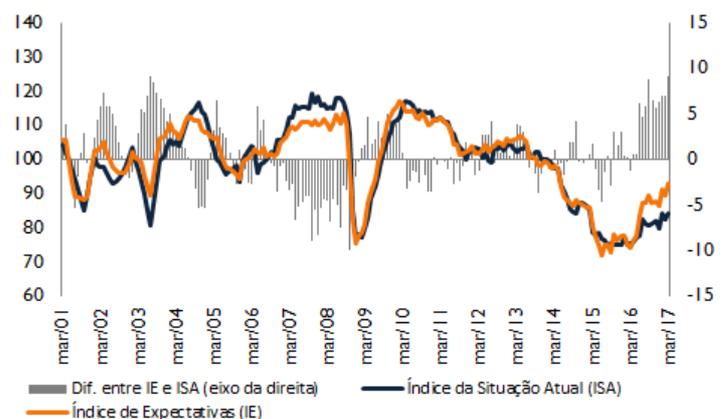
aproximando da zona neutra. Os índices de situação atual também parecem ajustados ao ritmo da economia. Do lado empresarial, há frustração com a lentidão da retomada e reclamações quanto aos níveis ainda elevados de juros e a dificuldade de acesso a crédito. Ainda assim, os ISAs estão avançando lentamente, refletindo as taxas interanuais menos negativas das variáveis quantitativas. Do ponto de vista do consumidor, as boas notícias são a queda da inflação e dos juros, além do efeito favorável da liberação de recursos de contas inativas do FGTS sobre o nível de endividamento das famílias (ver box). Uma alta mais consistente dos indicadores de situação atual, no entanto, continuará dependendo da efetiva recuperação do mercado de trabalho.

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



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

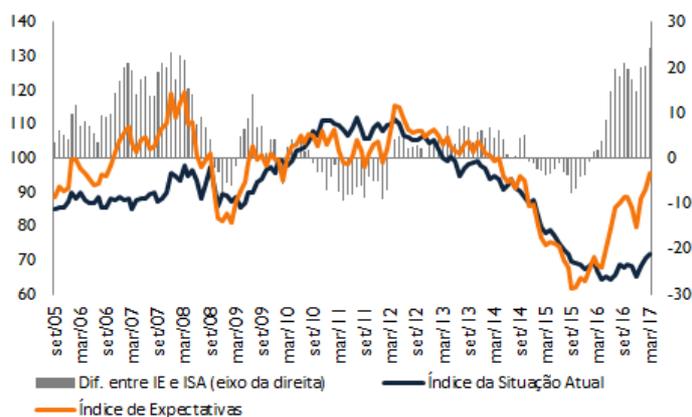
Gráfico 4: Índices da Situação Atual* e de Expectativas da Indústria (Dados dessazonalizados, índices e diferença em pontos)



* ISA excluindo a variável estoques, que, desta vez, caminhou no sentido do ajuste enquanto as outras variáveis continuam retratando um quadro recessivo. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Apesar da aparente normalidade na evolução dos índices de confiança e seus componentes neste ano, o nível ainda elevado de incerteza econômica continua sendo um fator a justificar cautela na interpretação dos resultados. Historicamente, os ISAs têm sido mais sensíveis a níveis elevados de incerteza que os IEs. Por isso, os primeiros continuam sendo mais recomendados como sinalizadores de nível de atividade contemporânea neste início de ano.

Gráfico 5: Índices da Situação Atual e de Expectativas do Consumidor (Dados dessazonalizados, índices e diferença em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

FGTS contribui para melhora das finanças familiares

A percepção do consumidor em relação à situação financeira familiar vinha se recuperando lentamente, tendo como fatores de impulso a queda da inflação e dos juros, e, como fatores de contenção, a situação ainda precária do mercado de trabalho. Em março, um novo fator passou a contribuir para o aumento do otimismo em relação às finanças domésticas: a liberação de recursos de contas inativas do FGTS.

Uma enquete realizada mês passado pelo IBRE/FGV mostrou que 28,8% dos consumidores entrevistados tinham algum membro da família com recursos a serem resgatados. Destes, 41,2% afirmaram que, quando recebidos, os recursos seriam destinados majoritariamente para quitar dívidas e 24% manifestaram intenção de poupar. Gastos com consumo representaram 9,6% do total, sendo 5,5% direcionados para compras de bens e 4,1% para lazer.

O resultado reforça o diagnóstico feito anteriormente de que esses recursos contribuiriam primeiramente para a aceleração do processo de desalavancagem das famílias e, num segundo momento, para o aumento das despesas de consumo. A pesquisa também identificou que consumidores com recursos a receber estão mais otimistas que os demais em relação à evolução das finanças familiares nos próximos meses. Para mais informações sobre essa enquete, favor consultar

http://portalibre.fgv.br/nota_FGTS

3. Mercado de Trabalho

Desemprego surpreende negativamente

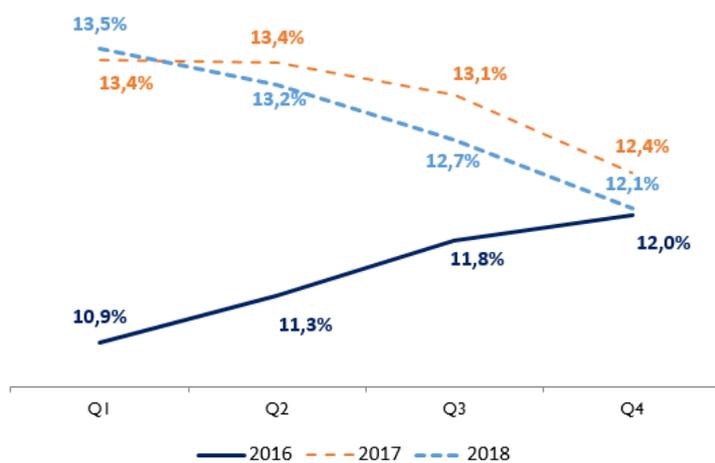
O mercado de trabalho decepcionou em fevereiro, apresentando desempenho mais fraco do que o esperado pelos analistas. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) registrou forte aumento no mês, indo a 13,2%. Essa taxa era de 12,6% em janeiro. Contribuiu para a alta no desemprego da PNADC uma queda maior do que a esperada no nível da População Ocupada (PO). Paralelamente, houve aceleração não projetada no ingresso de pessoas na População

Economicamente Ativa (PEA). Assim, esses dois fatores inesperados, queda da PO combinada com um crescimento acentuado da PEA, contribuíram para a alta não antecipada do desemprego em fevereiro. Mesmo o primeiro saldo positivo do CAGED com criação de 35,6 mil vagas em fevereiro, que recebeu bastante atenção da mídia, tendo sido inclusive divulgado pelo próprio presidente Michel Temer, deve ser encarado com cautela, visto que representou uma perda de -38,3 mil postos de trabalho ao serem eliminados os efeitos sazonais.

Os resultados negativos do mercado de trabalho em fevereiro motivaram uma revisão, para pior, das nossas projeções para 2017 e 2018. Essas previsões revisadas podem ser observadas no Gráfico 6. Nele, é possível notar que projetamos taxa de desemprego estacionada em 13,4% no 1º e no 2º trimestre. Observamos ainda no mesmo gráfico que o desemprego iniciará uma trajetória de recuperação somente a partir do terceiro trimestre. Essa retomada se acentuará no quarto e último trimestre, dadas as sazonalidades do período. Em seguida, a taxa apresentará forte alta no 1º tri de 2018, também em função dos efeitos sazonais tradicionalmente observados no início do ano, para tornar a cair consistentemente nos períodos seguintes.

Apesar da contínua trajetória de queda na taxa de desemprego em 2017 e 2018, é importante ressaltar que os níveis projetados ainda permanecerão em patamares historicamente elevados em relação aos observados desde pelo menos 1992. Na Tabela 2, verificamos que as taxas médias de desemprego

Gráfico 6: Projeções da Taxa de Desemprego 2017-2018 (%)



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

Tabela 2: Crescimento Médio Anual de PEA, PO e Taxa de Desemprego (TD) da PNADC

	PEA	PO	TD
2016	1,4	-1,9	11,5
2017	1,1	-0,7	13,1
2018	0,9	1,2	12,9

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

estimadas para este ano e para o próximo são, por exemplo, superiores ao nível médio observado em 2016. Muito dessa permanência do nível elevado de desocupação em 2017 e 2018 se deve a uma lenta recuperação do emprego, captada pelo crescimento gradativo da PO, associado ao contínuo ingresso de pessoas no mercado de trabalho, refletido no aumento regular da PEA. Em 2018, a PO apresentará crescimento médio anual positivo (de 1,2%, na média do ano contra a média do ano anterior), uma nítida recuperação em comparação aos dois anos anteriores que podem ser observados na tabela. Contudo, em 2018 a PEA registrará crescimento de 0,9% (na média do ano contra a média do ano anterior).

Os dados da PNADC de fevereiro confirmam que o mercado de trabalho ainda registra sinais de fraqueza, dada a queda não antecipada da PO e o crescimento inesperado da PEA. Em função justamente desse desempenho pouco expressivo em fevereiro, realizamos uma revisão das nossas projeções, que passaram a ser mais pessimistas. É importante ressaltar que temos observado recentemente resultados positivos na atividade, como os registrados na indústria e na agropecuária, porém essa melhora ainda deve demorar a se refletir no nível de contratações. Mais precisamente, acreditamos que o elevado grau de incerteza em relação à sustentabilidade da atual recuperação ainda deve inibir, por pelo menos mais alguns meses, a abertura de novas vagas no mercado trabalho.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

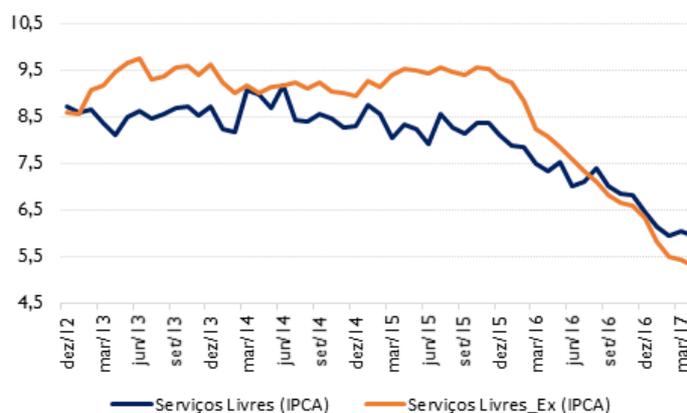
Inflação: melhorou e ainda pode melhorar mais

Diante da rapidez com que a inflação vem se desacelerando, tornou-se quase impossível nos últimos meses falar do assunto sem destacar a trajetória dos preços de alimentos. Em agosto passado, a rubrica alimentação no domicílio do IPCA acumulava crescimento de 16,79% em 12 meses. Em março de 2017, após recuos sucessivos, a taxa de variação encontrava-se em 3,22%. Para realçar o comportamento incomum desses preços vale citar a variação de -0,06% no primeiro trimestre, período normalmente caracterizado por altas substanciais. Trata-se da menor taxa registrada desde 2006. No ano passado, em contraste, os alimentos para consumo domiciliar subiram 5,88%, de janeiro a março.

Quando o assunto parecia se encaminhar para o esgotamento natural, pela repetição, a primeira prévia do IGP-M de abril encarregou-se de revigorá-lo. A taxa de -0,74%, a menor da história do índice para uma primeira prévia, foi fortemente influenciada pelos preços ao produtor, notadamente os de matérias primas agropecuárias. Dos 13 itens incluídos no IPA que se destinam à indústria de alimentos, nove estão com variações negativas. Soja e milho terão este ano safras gigantescas, e não apenas no Brasil. Em outros casos, como arroz e leite, ainda que não sejam atingidas produções superlativas, a simples normalização da oferta após um ano de escassez contribui para a descompressão. A nova rodada de declínio dos preços, por ora ainda distante do consumidor, deverá alcançar o IPC em poucas semanas, trazendo impulso adicional à desinflação de alimentos.

A prévia do IGP-M de abril também apresentou um quadro de alívio em diversos segmentos de produtos industriais. Desacelerações ou mesmo quedas de preços de produtos químicos, siderúrgicos e alimentos parcialmente processados, como o farelo de soja, puxaram o grupo materiais para a manufatura para o terreno negativo. A taxa de abertura do mês, de -1,47%, contribuiu decisivamente para ancorar a variação acumulada em 12 meses, que está em

Gráfico 7: Serviços Livres (Var. % acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

4,07%. Esse resultado afasta, ao menos temporariamente, a preocupação com pressões de custos mais intensas, sugeridas por altas de preços ao produtor observadas desde os meses finais de 2016 na China, mas também nos Estados Unidos e em algumas regiões europeias.

Apesar da destacada e indiscutível contribuição dos alimentos, a desaceleração da inflação não seria legítima se não contasse com a participação de outros grupamentos, como os serviços livres, que representam um terço da cesta do IPCA. Esses preços, que apresentaram elevada rigidez em anos anteriores, finalmente iniciaram um ciclo de desaceleração a partir do segundo semestre de 2015, durante o qual a taxa em 12 meses diminuiu cerca de 2,3 pontos percentuais.

Entretanto, a última divulgação do IPCA, referente a março, mostrou que em 12 meses a taxa dos serviços livres registrou leve aumento, passando de 5,95% para 6,05%. Antes que se conclua que tal resultado signifique o fim da contribuição dos serviços para o arrefecimento da inflação, convém examinar de perto a composição desse grupo de preços. Reproduzindo procedimento desenvolvido pelo Bacen e excluindo-se do cálculo as despesas com turismo, serviços domésticos, cursos e comunicação, pouco sensíveis ao ciclo econômico, o que se vê é que a trajetória de desaceleração da série aqui denominada de serviços livres ex prossegue com suaves flutuações, mas nenhuma inversão de sentido.

Além disso, segundo o Monitor da Inflação do IBRE, os preços dos serviços livres nos primeiros dez dias de abril antecipam que a taxa em 12 meses poderá voltar a registrar desaceleração neste mês, passando de 6,05% para 5,96%. Para os serviços mais sensíveis ao ciclo econômico (serviços livres ex), o Monitor da Inflação registra decréscimo mais amplo da taxa em 12 meses, que poderá passar dos atuais 5,43% para 5,32% já em abril.

Como se vê, ainda que em velocidades diferentes, praticamente todos os grupos de bens e serviços vêm contribuindo para a firme e por vezes ainda surpreendente desaceleração da inflação. Isso posto, fica reafirmada a expectativa de que o IPCA chegará ao fim de 2017 com variação acumulada de 4,1%.

5. Política Monetária

Intensificação moderada

No RTI referente aos primeiros três meses do ano, o BC tratou da “possibilidade de uma intensificação moderada do ritmo de flexibilização da política monetária”. O raciocínio tomava por base o ritmo de 75 pontos base imprimido nas duas reuniões anteriores do Copom.

Inevitavelmente, a expressão “intensificação moderada” deu margem a muita discussão. Seria isso indicativo de alta probabilidade de o movimento seguinte da taxa Selic ser de 100 pontos? Ou será que, na ausência de uma indicação mais precisa acerca do que o BC entendia por “moderada”, algo mais expressivo poderia acontecer?

À medida que se aproximava a reunião do Copom de 12 de abril, a maior parte dos economistas e participantes de mercado convenceu-se de que o mais provável seria um movimento de 100 pontos. Vários dos que concluíram diferentemente imaginavam a possibilidade de o BC agir de maneira ainda mais agressiva, ajustando a Selic em 125 ou mesmo 150 pontos. Cabe lembrar ainda os que se convenceram de que a variação do juro seria de 100 pontos, mas no fundo acreditavam que “havia espaço” (como muitos gostam de dizer) para intensificação mais acentuada.

Em 12 de abril confirmou-se a expectativa da maioria. A taxa Selic foi reduzida de 12,25% para 11,25%. No comunicado emitido após a reunião, o BC afirmou que “essa intensificação moderada [...] mostra-se, no momento, adequada”. Ficou claro, portanto, não haver garantia de que os 100 pontos de ajuste se repetirão no próximo encontro, previsto para o final de maio.

O quadro vigente e a publicação das notas do Copom de abril fez com que se retomasse a discussão anterior: é razoável pensar em mais de 100 pontos? A nosso ver, a possibilidade existe, mas a probabilidade é baixa. Sob o regime de metas de inflação, é conveniente evitar oscilações muito expressivas da variável-instrumento, ou seja, da taxa básica de juros. Oscilações muito expressivas tendem a prejudicar a formação de preços nos mercados financeiros, já que alargam demais o leque de possibilidades de ajuste dos juros.

A experiência brasileira com o mencionado regime revela poucas ocasiões em que o BC promoveu ajuste de juros (para cima ou para baixo) em ritmo superior a 100 pontos, sendo absolutamente excepcionais as circunstâncias em que isto aconteceu. No começo de 1999, por exemplo, após a dramática mudança de regime cambial, o BC viu-se forçado a elevar a Selic de 25% para 45% a.a.. Em julho do mesmo ano, já em plena vigência do sistema de metas, a taxa chegaria a 19,5%, após dez ajustes consecutivos em ritmo (de modo geral) superior a 100 pontos.

Mais tarde, movimentos marcantes foram promovidos em duas ocasiões: no final de 2002, em razão das preocupações causadas pela eleição de Lula (alta de 700 pontos, em quatro etapas); e quando veio a correção para baixo, possibilitada pela reversão das expectativas (1000 pontos, em sete etapas).

De lá para cá decorreram mais de dezesseis anos. Nesse intervalo, houve um único ajuste superior a 100 pontos – mais precisamente de 150 pontos, como parte do ciclo de baixa de 500 pontos promovido no início de 2009, em plena fase aguda da crise financeira internacional.

Por fim, um comentário sobre as notas do Copom. Dado que os dirigentes do BC poderiam ter feito mais de 100 pontos em abril mas optaram por não fazê-lo, parece difícil que o façam em maio, pois ficamos mais perto do juro de equilíbrio. Como assinalado no parágrafo 28 das notas, a intensificação do ritmo depende do grau de antecipação da flexibilização monetária, ou seja, quanto mais próximo do juro neutro, mais arriscado se torna acelerar o ritmo de ajuste.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Um primeiro trimestre muito difícil na área fiscal

O ano de 2017 começou com grandes desafios para a política fiscal. Este é o primeiro ano de vigência do novo regime fiscal (NRF),³ conhecido também como de teto dos gastos primários porque impôs uma trava para o crescimento das despesas primárias para os próximos anos. Adicionalmente, a meta fiscal prevista na LDO⁴ adotou como base parâmetros macroeconômicos superestimados, o que resultou em forte revisão do orçamento, pressionando mais os gastos a fim de acomodar o atual momento econômico à meta e ao NRF. Neste artigo vamos comentar sobre os resultados do primeiro trimestre deste ano, que se antecipa particularmente difícil.

A meta fixada na LDO foi de um déficit de R\$ 139 bilhões. Na ocasião, quando da divulgação da lei orçamentária anual (LOA), as receitas líquidas de transferências foram estimadas em R\$ 1,1875 trilhão, e as despesas em R\$ 1,3265 trilhão. Com a revisão do cenário macroeconômico, no anúncio do relatório de programação orçamentária e financeira feito no dia 22 de março deste ano, o governo mudou sua estimativa de receitas para R\$ 1,1327 trilhão e fixou a despesa em R\$ 1,3299 trilhão. As novas projeções levam a uma necessidade de esforço adicional de R\$ 58,1689 bilhões para o cumprimento da meta.⁵

O fato mais importante é que os resultados fiscais não foram bons no primeiro trimestre. Quando olhamos apenas a arrecadação das receitas federais, administradas pela Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), constata-se que houve uma contração em termos constantes de 0,9% no primeiro trimestre deste ano, frente ao mesmo período de 2016. Esse resultado é obtido através da antecipação dos números a serem divulgados pela RFB, por meio do sistema Tesouro Gerencial da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

³ EC 95/16.

⁴ Lei de Diretrizes Orçamentárias.

⁵ Ver: http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/apresentacoes/2017/programacao-financieira-e-orcamentaria-2016-lo-bimestre_58_bi-versao-ministro.pdf

Apesar de mês após mês a taxa de queda das receitas ser cada vez menor, a arrecadação ainda se contrai a partir de uma base deprimida, o que indica que deverá ter uma recuperação lenta e gradual.

Além das receitas, também é necessário olhar o comportamento das despesas primárias, sobretudo aquelas de maior peso no orçamento: os gastos com benefícios previdenciários, que correspondem a mais de 40% do total, e as despesas com pessoal e encargos sociais, que representam outros 20%.

Consultando esses gastos através do sistema Tesouro Gerencial da STN, observa-se uma aceleração no primeiro trimestre deste ano nessas rubricas, medidas em termos constantes, frente ao primeiro trimestre de 2016, de 5,8% para os gastos com Previdência e de 7,7% para os gastos com pessoal da União.

Isso sugere que os desafios para os próximos trimestres são enormes. A implicação é que serão necessários esforços tanto nas receitas quanto nas despesas para cumprir a meta de resultado primário de 2017.

Vilma da Conceição Pinto

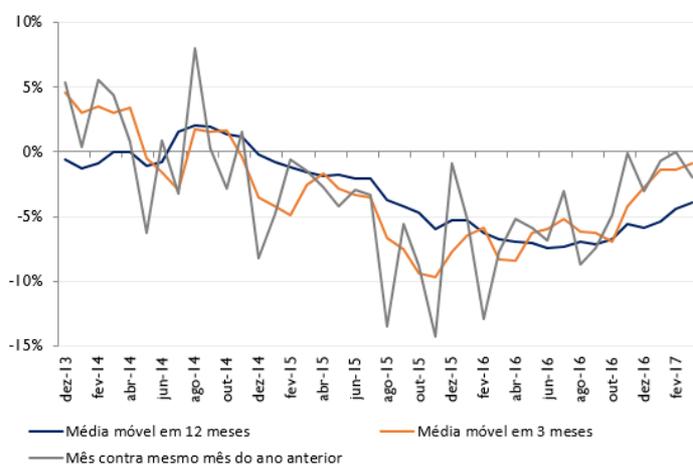
7. Setor Externo

O cenário continua favorável, com baixo risco de reversão

O déficit em conta corrente caiu de US\$ 6,7 bilhões para US\$ 6 bilhões entre os primeiros bimestres de 2016 e de 2017, devido à melhora na balança comercial. O déficit em serviços aumentou, liderado pelas despesas de viagens internacionais (+75% na comparação dos bimestres) e pelo aumento em US\$ 940 milhões no saldo negativo da conta de renda primária. A balança comercial foi o principal determinante da melhora do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos do Brasil.

Os números da balança mostram um cenário favorável. Foi registrado o maior superávit na série histórica do mês de março (US\$ 7 bilhões). O volume exportado cresceu 11% e o das importações, 17%, na comparação do primeiro trimestre de 2017 com igual período de 2016. O aumento nas importações pode ser interpretado como um sinal de alguma recuperação da economia, lembrando que os níveis de 2016 foram muito deprimidos pela recessão. Quanto aos preços, caíram para as importações (-3%) e aumentaram para as exportações (+15%).

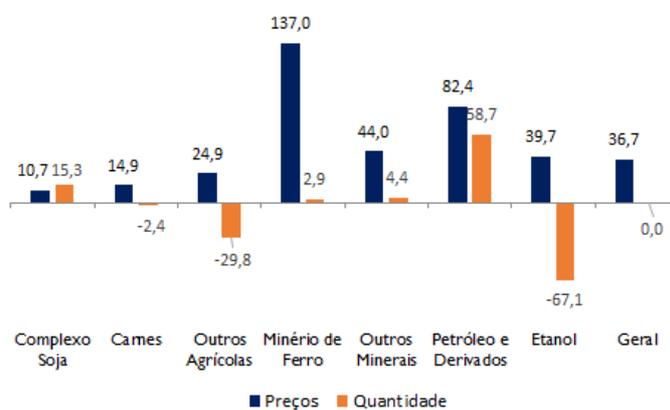
Gráfico 8: Arrecadação Adm. pela RFB* (Taxa de Crescimento Real)



* Não considera repatriação de 2016. Fonte: Tesouro Gerencial.
Elaboração: IBRE/FGV.

Em termos de volume, a melhora nas exportações foi puxada pelas não *commodities* (+16%), seguidas de um desempenho também positivo das *commodities* (+6%), na comparação do primeiro trimestre de 2016 com o mesmo período de 2017. As exportações de automóveis contribuíram para o bom desempenho das não *commodities* — em valor, as vendas de automóveis cresceram 42% na comparação dos trimestres. Em termos de preços, as *commodities* lideraram, registrando alta de 29% entre os trimestres, enquanto o índice de preço das não *commodities* teve crescimento nulo. No caso das *commodities*, a evolução favorável dos preços é explicada principalmente pelo minério de ferro (+137%), seguido do petróleo (+82%), conforme mostra o Gráfico 9. Destaca-se o aumento de 59% no volume exportado de petróleo e derivados, seguido da soja (15%). O setor de petróleo tem mostrado, portanto, forte recuperação nas vendas internacionais.

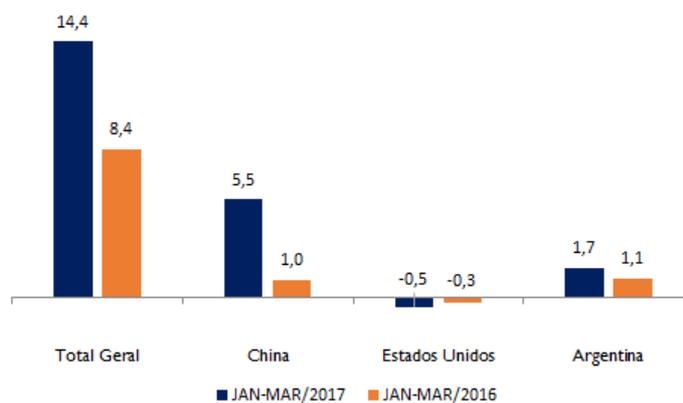
Gráfico 9: Variação (%) Jan-Mar16 / Jan-Mar17



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

O comportamento favorável das *commodities* e a melhora da balança comercial estão fortemente associados à China. O ganho de US\$ 6 bilhões no superávit comercial do primeiro trimestre de 2017 em relação ao de 2016 é dominado pelo resultado da balança bilateral com a China, que passou de superávit de US\$ 1 bilhão para US\$ 5 bilhões (Gráfico 10). Em relação ao segundo principal parceiro, os Estados Unidos, o Brasil registrou aumento no déficit e, em relação à Argentina, houve um ganho de US\$ 600 milhões no superávit. A participação da China na pauta de exportações do Brasil passou de 16% para 23% entre os primeiros trimestres de 2016 e 2017.

Gráfico 10: Saldos Comerciais (US\$ bilhões)

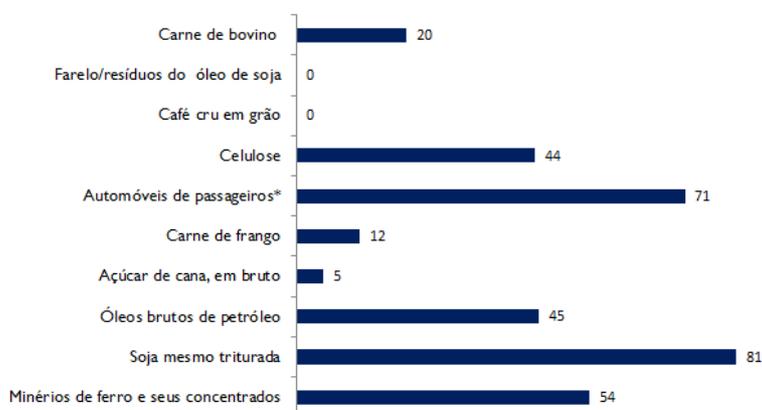


Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

A dependência do Brasil em relação à China é ilustrada pela sua crescente participação nas exportações brasileiras. O Gráfico 11 mostra os dez principais produtos de exportação do Brasil, responsáveis por 51% das vendas totais externas no primeiro trimestre de 2017. Excetuando farelo de soja, café, açúcar de cana e automóveis, a China registrou participações acima de 20% no

restante dos produtos. A pauta de *commodities* para a China diversificou-se, com a entrada das carnes e com o aumento da importância do petróleo, produtos que estavam ausentes entre os principais itens da pauta bilateral na primeira década dos anos 2000. No entanto, a diversificação vem acompanhada de um aumento da dependência do mercado chinês para as vendas dos principais produtos de exportação do Brasil. O único outro produto, entre os dez principais, com elevado grau de dependência de um único mercado são os automóveis (71% das vendas para a Argentina).

Gráfico 11: Participação da China nas Exportações do Produto (jan-mar2017)



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

Qual a relevância dessa questão? Os dados mostram que a importância do comportamento da economia chinesa para o desempenho da balança comercial tendeu a crescer nessa fase de recuperação das exportações brasileiras. Como os especialistas em China não esperam grandes riscos para o crescimento ao redor de 6,5% do país, é uma boa notícia para o Brasil. Além disso, o Presidente Trump tem amainado o seu discurso anti-China e, até o momento, não introduziu medidas de retaliação, seja na área cambial ou comercial. É, no entanto, um risco que não pode ser totalmente descartado.

Em suma, a melhora na balança comercial poderá se sustentar e previsões de saldos ao redor de US\$ 50 bilhões ganham credibilidade num cenário de crescimento das exportações e das importações.

Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Economia americana abre o ano em baixa velocidade

Não foi o inverno

Ao longo do primeiro trimestre de 2017, o desempenho da economia americana foi revisado sistematicamente para menos. O acompanhamento da evolução do PIB americano em tempo real (*nowcast*), produzido pelo Fed de Atlanta, apontou que a economia iniciou o trimestre rodando a

2,5% ao ano. Mas houve perda de velocidade, segundo o acompanhamento do Fed de Atlanta, e o primeiro trimestre fechou com crescimento provavelmente na casa de 0,5% ao ano.

Alguns analistas – entre os quais o que assina este texto – têm a impressão de que o primeiro trimestre tem sido sistematicamente fraco. Parece que há algum problema com o parâmetro de sazonalidade da série.

De fato, se olharmos de 2009 para cá, o crescimento do PIB do primeiro trimestre foi, em média, 0,9 ponto percentual (pp) abaixo da taxa de crescimento anual, se consideramos a primeira divulgação, e 1,2 pp abaixo, se considerarmos a divulgação definitiva. Para os outros trimestres ocorreu o oposto: a taxa de crescimento do PIB foi, em média, maior do que a taxa de crescimento do PIB do ano. Essas diferenças não são, contudo, estatisticamente diferentes de zero. Simplesmente, ocorreu que nos últimos anos a taxa de crescimento do produto no primeiro trimestre foi abaixo da taxa de crescimento anual, apesar de este fato não sinalizar necessariamente que haja erros no padrão de sazonalidade da série. Pode ser somente variação estatística natural da série.

Ou seja, a economia dos EUA abriu o ano rodando a 0,5%. O acompanhamento do segundo semestre aponta aceleração para 2,2%, segundo o indicador ADS das condições de negócios para a economia americana.

No entanto, apesar da baixa velocidade no primeiro trimestre, os dados de mercado de trabalho têm sido bem satisfatórios. No primeiro trimestre, foram criados por volta de 175 mil empregos por mês, em média. A taxa de desemprego tem estado baixa, 4,5%, sendo que o desemprego de longo prazo se encontra em 1%, nível pouco acima da média histórica.

Adicionalmente, o desalento tem diminuído na economia. A taxa de participação – a razão entre a população economicamente ativa e a população em idade ativa – está hoje no mesmo nível do terceiro trimestre de 2013, após forte queda desde o final de 2008.

Ou seja, todos os sinais quantitativos para o primeiro trimestre são de um mercado de trabalho que continua a melhorar, apesar do desempenho da economia ter decepcionado. Prossegue, portanto, o cenário de baixo crescimento da produtividade.

Samuel Pessôa

9. Analista Convidado

As duas velocidades do ajuste fiscal

Há muita ansiedade sobre a evolução das contas públicas no Brasil e isso decorre da incerteza existente sobre o sucesso da estratégia de reestruturação fiscal proposta pelo governo. Essa incerteza ocorre por conta de três fatores. O primeiro é uma condição cíclica muito desfavorável da economia, que reduz o crescimento das receitas do governo. O segundo é a rigidez bastante elevada da despesa pública, em que apenas 11% dos gastos são contingenciáveis. Além disso, o governo tem evitado adotar medidas de curto prazo que possam atrapalhar a recuperação econômica. Essas três restrições colocam uma dificuldade substancial para a solução do problema.

Quando o governo acelera o ajuste fiscal, ele precisa incorrer em aumentos de impostos ou em elevados contingenciamentos. Aumentos de impostos sempre encontram muita resistência da sociedade. Por outro lado, o fato de uma despesa ser contingenciável não quer dizer que seja irrelevante. Por isso, um contingenciamento elevado empurra as despesas para o ano seguinte, criando dificuldades para o resultado primário deste ano subsequente.

Apesar da dificuldade de melhorar mais rapidamente o resultado primário, o governo tem conseguido acelerar o ajuste fiscal, reduzindo substancialmente o pagamento de juros: o total dessa rubrica caiu de 9% do PIB em janeiro de 2016 para 6,2% do PIB em fevereiro de 2017, o que tem contribuindo para a redução do déficit nominal. Essa queda ocorreu pelos seguintes fatores: (i) a valorização cambial, que gerou lucro nas operações de swaps cambiais; (ii) a redução da taxa de juros Selic; e (iii) o resgate de R\$ 130 bilhões junto ao BNDES.

Recentemente, foi anunciada uma mudança na fórmula da TJLP que deve reduzir os subsídios implícitos do governo. Essa é uma medida que ainda precisará de algum tempo para produzir efeitos; além disso, precisa ser complementada com ações adicionais.

Em primeiro lugar, é importante entender que o aumento da TJLP reduz o subsídio implícito, mas aumenta os subsídios explícitos por conta das equalizações, nos programas em que este procedimento é realizado. É importante analisar como as taxas de juros serão equalizadas daqui para a frente, o que pode reforçar ou atenuar o efeito da política. Assim, num primeiro momento, o ganho será a maior transparência dos subsídios no orçamento.

Em segundo lugar, é importante notar que os subsídios são necessários para corrigir as falhas de mercado existentes no setor de infraestrutura, as deficiências do mercado de crédito para pequenas empresas e estudantes e os riscos inerentes ao setor agrícola, por exemplo. É importante evitar que, na busca pela correção de um excesso cometido no passado, se crie um excesso na direção oposta.

Por fim, a NTN-B é uma taxa afetada pela percepção de risco fiscal. Apesar de ser meritório equilibrar as taxas de juros da economia e melhorar a distribuição do crédito, é importante reconhecer que não é desejável que as taxas de financiamento de longo prazo sejam afetadas pelo risco fiscal. Essa é uma questão que deverá ser levada em conta no desenho do novo modelo para que o financiamento público cumpra seu papel.

Assim, com a redução da Selic esperada nos próximos meses e a mudança da TJLP, o processo de redução de pagamento de juros pelo governo deve ter continuidade, criando um alívio fiscal importante que comprará tempo para melhorar de forma estrutural o resultado primário sem comprometer a recuperação.

10. Em Foco IBRE: A fragilidade da recuperação

A profundidade e a duração da recessão iniciada no segundo trimestre de 2014 colocam a questão da retomada no nível de atividade no centro da discussão sobre conjuntura econômica no Brasil. Do ponto de vista quantitativo, as projeções para o crescimento do PIB em 2017 são modestas. Apesar das projeções de aumento do PIB no primeiro trimestre, analistas têm destacado neste Boletim e em outros veículos o fato de este crescimento estar muito concentrado na atividade agrícola, um quadro que torna ainda mais difícil a identificação de um ponto de reversão.

Como a definição clássica de ciclos de negócios caracteriza fases de expansão econômica como períodos de aumento generalizado da atividade econômica, espalhada por diversos setores, podemos ter a continuidade do processo recessivo mesmo com uma variação positiva do PIB em determinados trimestres.

Este artigo explora esse contexto através da simulação de resultados de um exercício de estimação da probabilidade de o país estar em recessão em dado momento, considerando diferentes cenários de evolução para algumas das principais variáveis econômicas nacionais até o final de 2017. As probabilidades são estimadas através de um modelo econométrico em que a variável de resposta binária indica a ocorrência ou não de recessão (tal como datada pelo CODACE) em cada mês na amostra que se inicia em janeiro de 1996, sendo as variáveis explicativas os indicadores antecedente e coincidente de ciclos econômicos (IACE/ICCE) calculados pelo IBRE/FGV em parceria com *The Conference Board*.

Esses indicadores foram construídos pela seleção das variáveis disponíveis mensalmente, de forma relativamente rápida, que se mostraram mais eficazes em caracterizar os ciclos de negócios nacionais. O método torna possível sintetizar a informação relevante, principalmente nos momentos de reversão de tendência, através de um número relativamente pequeno de variáveis: oito do IACE e seis do ICCE.

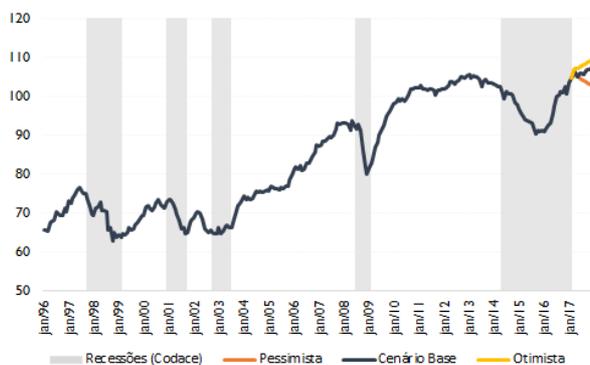
As projeções foram realizadas em três cenários, buscando-se dentro de cada um deles a consistência interna entre a dinâmica das variáveis. O cenário básico levou em consideração previsões médias de mercado ou feitas pelo IBRE/FGV de crescimento no ano para todas as séries componentes dos indicadores coincidente e antecedente, à exceção dos índices de expectativas das sondagens de empresas e consumidores, cujos valores foram mantidos estáveis até o final do ano para todos os cenários. Quando dispúnhamos de previsões consistentes de mercado ou do IBRE/FGV para o curtíssimo prazo (mês de março, por exemplo), elas foram usadas. A partir de dois meses à frente, as previsões foram consideradas inconsistentes e o cenário passou a contemplar uma evolução monotônica até o final do ano, condicionada às taxas necessárias para se chegar ao crescimento previsto. Este foi o caso da Produção Física da Indústria (PIM), por exemplo. Variáveis como consumo de energia elétrica e expedição de papel e papelão ondulado foram projetadas com base em regressões, dada sua forte aderência à PIM. A taxa *swap* de 360 dias foi estimada levando em conta sua relação histórica com os juros Selic. O Ibovespa foi

previsto com base em projeções majoritárias de mercado para o final do ano. Dados de setor externo, como termos de troca e quantum exportado, foram projetados pelo IBRE/FGV.

Os dois cenários alternativos (pessimista e otimista) foram construídos a partir do cenário básico, usando limites superiores e inferiores de oscilação para as previsões básicas, com base em parâmetros de erro comumente observados no mercado em anos anteriores, nas previsões para as mesmas variáveis. Ou, no caso de modelos próprios, foram usados limites considerados razoáveis para a evolução da variável em foco ao longo do ano.

Gráfico 12: Indicador Antecedente FGV/TCB

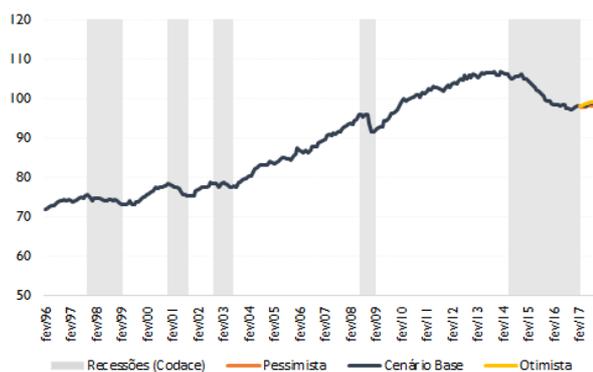
(Evolução até fevereiro de 2017 e três cenários até o final do ano, com ajuste sazonal)



Fontes: IBRE/FGV; *The Conference Board*. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 13: Indicador Coincidente FGV/TCB

(Evolução até fevereiro de 2017 e três cenários até o final do ano, com ajuste sazonal)



Fontes: IBRE/FGV; *The Conference Board*. Elaboração: IBRE/FGV.

Resultados

O modelo é estimado com dados entre janeiro de 1996 e janeiro de 2014. Desta forma, as probabilidades estimadas após esse período situam-se fora da amostra de estimação, um procedimento que procura captar as eventuais mudanças de regime de ciclo de forma efetivamente endógena. A partir desse final da amostra de estimação, as informações usadas para o cálculo das probabilidades de recessão até fevereiro de 2017 são baseadas nos números já divulgados do IACE/ICCE, enquanto as dos dez meses restantes do ano são obtidas pelas simulações dos três cenários descritos acima.

A frustração das expectativas de retomada na segunda metade de 2016 aparece como um “falso positivo” estimado pelo modelo no período, em que as probabilidades de recessão caem fortemente, para depois voltarem a níveis próximos de 100% já no final do ano. Na medida em que experimentamos uma nova rodada de “aumento de otimismo” neste início de 2017 (ainda que moderado), a questão colocada naturalmente é em que medida estaríamos diante de um cenário efetivo de saída da recessão.

No caso dos cenários de base e otimista, os resultados são praticamente idênticos do ponto de vista qualitativo. Considerando períodos de expansão aqueles com probabilidades de recessão

inferiores a 50%, nos dois cenários teríamos um vale em fevereiro de 2017, indicando a saída da recessão já no final do primeiro trimestre. No restante do ano, as probabilidades ficam consistentemente abaixo de 50%. Esses cenários indicam, portanto, o final da recessão já em março de 2017, lembrando que ainda assim a expansão é caracterizada do ponto de vista quantitativo por uma taxa modesta de crescimento (mesmo no cenário otimista).

Já no cenário pessimista, algumas quedas nas probabilidades de recessão também seriam observadas a partir de março, porém ficando bem acima do limiar de 50% que caracterizaria o final da recessão, inclusive elevando-se novamente nos últimos meses do ano. Assim, nesse cenário, a atual recessão continuaria até pelo menos o final de 2017.

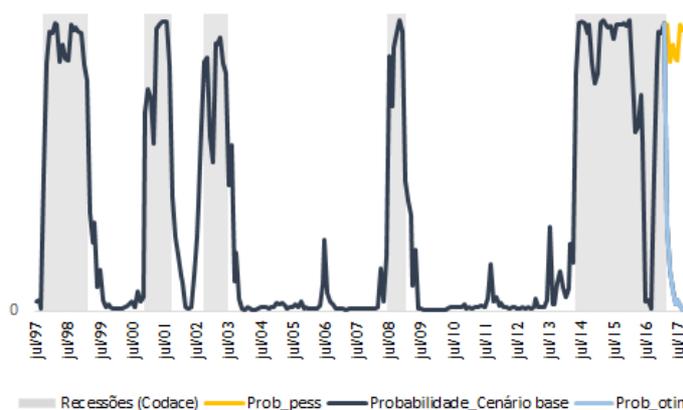
O *timing* das hipóteses por trás do cenário pessimista é obviamente incerto. No exercício de simulação, imagina-se uma trajetória monotônica

até o final do ano. No entanto, existe uma probabilidade relevante de reversão dos cenários ao longo do ano, caso em que teríamos o final da recessão já no primeiro trimestre de 2017, por exemplo. Neste caso, porém, seguido de um novo mergulho a partir do último trimestre do ano.

O que se enfatiza aqui é a fragilidade ainda presente para identificar uma eventual recuperação do nível de atividade no Brasil atual. Em particular, o cenário político passou a condicionar de forma fundamental a formação das expectativas econômicas, desde o sentimento captado nas sondagens até a percepção com relação ao espaço para continuidade da queda dos juros, variáveis que integram o IACE, e que, portanto, impactam diretamente nossas estimativas de probabilidade de recessão. À medida que as incertezas do cenário político aumentam neste início do ano, enquanto os indicadores do nível de atividade ainda mostram sinais contraditórios, a mensagem é que temos pela frente uma recuperação “lenta, gradual e turbulenta”.

Gráfico 14: Probabilidades Estimadas de Recessão

(Três cenários até o final do ano)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Aloisio Campelo Jr. e Paulo Picchetti

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

Mauricio Canêdo Pinheiro

Paulo Lins

Regis Bonelli

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Equipe Permanente

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

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr., André Braz e Salomão Quadros

Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 20 de abril de 2017. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.