FGV IBRE

Boletim Macro IBRE | Fevereiro de 2017

Vento de popa, mas com muito lastro

A melhor imagem para o momento por que passa a economia brasileira talvez seja a de um barco com forte vento de popa, velas infladas, mas carregando um pesadíssimo lastro. Parece haver pouca dúvida de que o vento forte, que vem de fora e de dentro do país, vai prevalecer em algum momento sobre o efeito lastro, mas permanece a dúvida sobre quando e com que intensidade. Ao analista resta acompanhar a travessia e especular.

Ao contrário do que se chegou a temer, o cenário internacional tem sido bastante favorável ao Brasil desde a eleição de Donald Trump. De um lado, o país tem se beneficiado de uma forte alta do preço das *commodities*; de outro, de um grande aumento do apetite pelo risco no mercado financeiro internacional.

A alta das *commodities* tem ajudado a economia brasileira de duas formas principais. Uma, empurrando a bolsa de valores para cima, o que ajuda na recuperação da confiança dos agentes econômicos, além de estimular o investimento e elevar o lucro nos setores beneficiados. Outra, contribuindo para os bons resultados na balança comercial.

De fato, o bom superávit comercial do mês passado contou com a expressiva contribuição das *commodities* exportadas. Embora estejamos longe dos picos de preços do auge do *boom* de *commodities*, registrado no segundo semestre de 2011, a recuperação do último ano foi expressiva. Esperamos que esses bons resultados se mantenham, até porque não há sinal de que a valorização do real tenha até aqui se refletido nos fluxos de comércio. Isso tudo faz com que seja possível projetar um saldo elevado da balança comercial em 2107.

O maior apetite por papéis considerados de alto risco (*junk*), como infelizmente são os títulos brasileiros, foi provavelmente a principal razão pela qual nosso risco país despencou, trazendo junto a taxa de câmbio e os juros longos. Isso facilitou a administração financeira das empresas, contribuiu para a queda da inflação, ajudou a melhorar a confiança e abriu mais espaço para o Banco Central reduzir os juros.

Domesticamente também vimos fazendo o dever de casa. Destacam-se a aprovação da PEC do Teto dos Gastos e o envio de uma proposta de reforma da Previdência tecnicamente bem embasada e politicamente ambiciosa, mas com chances reais de aprovação no Congresso. A liberação das contas inativas do FGTS deve dar um estímulo pontual, mas relevante, ao consumo doméstico. O Banco Central também tem colhido bons resultados no combate à inflação.

O recuo da inflação é um ponto positivo da maior importância. Não por outra razão, ele vem sendo saudado como um dos aspectos mais notáveis da mudança de cenário em relação há não muito tempo, em especial pela excepcionalmente baixa taxa do IPCA de janeiro, que abre a perspectiva de um resultado para o ano bastante próximo à meta. Isso cria mais espaço para uma redução substantiva dos juros básicos, chave para que possamos eliminar o elevado hiato do produto com que convivemos há pelo menos dois anos. A velocidade da redução da SELIC neste fim de fevereiro era esperada e veio no ritmo previsto pelo mercado. Como evidenciado neste Boletim, as perspectivas de curto prazo nessa área continuam boas.

Tudo isso já se reflete em um nível de atividade que começa a ensaiar sinais mais consistentes de retomada neste início de ano, com uma recuperação em boa medida alimentada pela contribuição da agropecuária. Que certamente será difundida por parte expressiva do sistema econômico. Com isso, é possível que o PIB cresça no primeiro trimestre, embora pouco, revertendo uma longa sequência de taxas negativas. Seria o começo do fim da mais aguda recessão experimentada pelo país. Mas ainda é cedo para ir mais além dessa especulação.

De fato, a lista de fatores que continuam segurando uma retomada mais forte da economia é, infelizmente, igualmente longa. Primeiro, a incerteza diminuiu bastante, mas ainda continua elevada. Na área externa, permanecem as dúvidas sobre qual o conteúdo e os impactos da política econômica de Donald Trump. Também preocupa a chance não trivial de partidos populistas vencerem as eleições em importantes países europeus. Internamente, temos a crise nos Estados, ainda sem solução à vista, receios sobre a tramitação da reforma da Previdência e a dificuldade de cumprir a meta de superávit primário.

Assim, o grande gargalo continua a ser na área fiscal, onde um possível contingenciamento já no primeiro ano de vigência da EC 95/16 evidencia mais uma vez a fragilidade das contas públicas. Aqui a responsabilidade recai em parte sobre a frustração de receitas, em parte sobre os elevados gastos tributários (desonerações) incorridos no passado. A conclusão é que é preciso fazer mais na área fiscal em 2017. A mais longo prazo, muito depende da reforma da Previdência. Especialmente, de quanto do projeto original do governo será aprovado pelo Congresso.

Há outros problemas que também emperram a recuperação, como o elevado endividamento de empresas e famílias e a alta taxa de desemprego, que levam tempo para serem equacionados, especialmente em um quadro de baixo crescimento. Na área do mercado de trabalho, o registro de dezembro é de pequena elevação do número de pessoas ocupadas em relação ao dado do mês anterior. O mesmo se observa com os resultados do emprego formal (CAGED) que, quando corrigidos para levar em conta a sazonalidade, mostram pequeno acréscimo em dezembro do ano passado. Mas não se trata de nada notável: apenas, que a tendência de queda pode estar sendo revertida.

O lado negativo é a piora da taxa de desemprego no final de 2016, impulsionada pelo elevado crescimento da força de trabalho. A previsão dos nossos analistas é que o mercado de trabalho irá permanecer fraco neste e no próximo ano. Pouco a comemorar a partir dos resultados recentes relacionados ao modesto aumento do emprego formal em dezembro, portanto.

Convenhamos, são fatores relevantes, que compensam em parte os desenvolvimentos positivos observados nos últimos meses e que explicam porque nossa economia ainda está muito frágil e a demanda e a produção continuam deprimidas. A produção industrial permanece estagnada em nível muito baixo, mesmo depois do crescimento relativamente forte em dezembro — e bem fraco em janeiro, pelas nossas projeções. O mesmo se aplica às vendas no varejo, cujos resultados vêm sendo débeis. Na raiz desse medíocre desempenho está o crédito, ainda muito retraído devido ao endividamento das famílias.

Já os indicadores de confiança de empresas e consumidores, que aumentaram em janeiro, dão pistas de que a recessão iniciada no segundo trimestre de 2014 pode estar perto do fim. Mas os sinais não são despidos de alguma ambiguidade. Os resultados positivos de janeiro mostram que esses índices apenas retornaram aos níveis de setembro do ano passado. Em médias trimestrais, apontam para uma acomodação. E ainda em nível relativamente baixo, historicamente. A ambiguidade de sinais permanece nos resultados preliminares de fevereiro. Como sabemos, esses indicadores vêm se caracterizando por instabilidade.

Dito isso, um breve resumo das seções deste Boletim inclui:

1. No que toca o nível de atividade econômica, as informações do Monitor do PIB de dezembro puxaram ligeiramente para baixo nossa estimativa do resultado para o ano fechado de 2016: a previsão é de queda de 3,6%. O carregamento estatístico para 2017 foi reestimado para -1,1%, ao passo que as novas informações do PIB de 2016 nos levaram a subir a projeção de crescimento de 2017 para 0,4%, baseado em maior contribuição da indústria e da agropecuária. O lado positivo aqui é que projetamos uma aceleração no crescimento do PIB até o final deste ano: nossa expectativa é que a taxa de crescimento na margem atinja 2,5% no quarto trimestre, em termos anualizados. (Seção 1)

2. Nas expectativas de empresários e consumidores, a cautela na interpretação pode ser suavizada por fatos novos, como a redução do grau de insatisfação com a situação atual dos negócios na indústria. Além disso, alguns fatores explicativos das flutuações dos níveis de confiança do consumidor devem contribuir para uma melhora, como a queda da inflação. Mas, quanto às expectativas, os índices continuam refletindo basicamente redução de pessimismo, e não aumento do otimismo. E, convém não esquecer, a incerteza sobre o ambiente político ainda é grande e pode neutralizar eventuais boas notícias do *front* econômico. (Seção 2)

3. As perspectivas no mercado de trabalho para o biênio 2017-2018 são de retomada lenta e gradual. A lentidão da recuperação se deve a três fatos principais: primeiro, o estoque agregado de emprego formal do CAGED ainda apresentará queda neste ano, seguido de uma recuperação não mais do que tímida em 2018; segundo, nossos analistas preveem crescimento gradual do número de pessoas ocupadas e da renda real somente a partir do terceiro trimestre de 2017; em terceiro lugar, a taxa de desemprego permanecerá alta ao longo de 2017, com queda gradual só em 2018. Muito desse desempenho da taxa de desemprego nos próximos dois anos virá do crescimento da PEA, ocasionado pelo retorno de trabalhadores inativos ao mercado de trabalho. Esse influxo vai se acelerar à medida que houver uma retomada do crescimento no número de pessoas ocupadas ao longo de 2017. (Seção 3)

4. Quanto à inflação, o primeiro trimestre de 2017 trará uma agradável surpresa: como o IPCA (0,38%) foi o menor resultado de sua série histórica para janeiro, o primeiro trimestre de 2017 deverá acumular alta inferior a 1,5%. Essa taxa é mais de um ponto percentual abaixo da contabilizada no mesmo período em 2016 (2,6%). A principal contribuição para esse resultado está nos preços dos alimentos, comportamento que reflete a oferta de grãos e alimentos *in natura*, que segue mais regular neste verão. Além disso, o prolongamento da recessão e seus efeitos sobre a demanda agregada também estão desacelerando a inflação. (Seção 4)

5. Sob o título “Política monetária sob ambiente favorável”, nosso analista destaca que diversos eventos na economia internacional desde o começo de 2016 implicaram renovado apetite por risco, movimento que recentemente ganhou impulso extra com a eleição de Trump nos Estados Unidos. O Brasil tem sido afetado significativa e positivamente pelos ventos internacionais. Dessa forma, desde o começo de 2016 a bolsa em dólar subiu; o CDS-5 cedeu de 500 pontos para aproximadamente 220 pontos nos últimos dias; o real veio de mais de R$ 4,00 para pouco mais de R$ 3,00; e a taxa real de juros dos papéis mais longos caiu da faixa de 7,0% a 7,5% para a faixa de 5,0% a 5,5%. As mudanças também foram influenciadas por eventos domésticos, como a troca de governo. Este ambiente mais favorável certamente tem facilitado a vida do Banco Central, sem tirar o mérito da atual administração. (Seção 5)

6. Nossa analista da política fiscal faz nesta edição do Boletim um alerta em relação ao orçamento de 2017, o qual foi construído sobre bases que estão em desacordo com as atuais projeções dos agentes

econômicos. Assim, o governo esperava uma taxa de 1,6% para o crescimento do PIB neste ano — mas o mercado projeta atualmente uma taxa bem menor, de apenas 0,48%. Se o mercado estiver certo, a estimativa das receitas feita pelo governo terá de ser revista; consequentemente, o mesmo precisará ocorrer com as despesas. A meta fiscal de 2017 prevê déficit de R$ 139 bilhões. Além da meta, o governo está no primeiro ano de vigência da EC 95/16, que define um limite máximo para os gastos primários. Tem-se, então, uma dupla regra para o orçamento: a meta de resultado primário e a limitação dos gastos primários. Nossa analista destaca que a mudança nas premissas macroeconômicas leva a uma necessidade de contingenciamento das despesas primárias da ordem de R$ 40 bilhões para acomodar a nova estimativa de receitas à meta de déficit do Governo Central. (Seção 6)

7. O retorno do bom desempenho das *commodities* dá o tom do superávit da balança comercial previsto para este ano, um exemplo do qual é o resultado de janeiro. Nesse mês as exportações cresceram 33% e as importações 18% na comparação com janeiro de 2016. Na análise dos índices de preços e quantidade dos principais grupos de *commodities*, nossa analista destaca que, na comparação de janeiro 2010/11 com janeiro 2016/17, o minério de ferro lidera o aumento dos preços em ambos os períodos, com altas acima de 100%, mas menor entre janeiro 2016/17. Em seguida, vem o grupo de petróleo e derivados com aumento de 60%, um total de 40 pontos percentuais (pp) acima do resultado de 2011. No entanto, não se espera que os resultados de janeiro se repitam ao longo do ano, como ocorreu em 2011. Ainda assim, o bom desempenho das *commodities* nos leva a elevar a projeção do superávit para valores da ordem de US$ 40 bilhões. (Seção 7)

8. A seção dedicada ao Panorama Internacional analisa aspectos da reinflação dos EUA à luz da teoria monetária, inserindo-se no debate sobre os fundamentos dessa teoria que vêm sendo discutidos na imprensa brasileira, como a suposição de que juros nominais elevados podem causar inflação mais alta, e não o contrário. O foco do texto é sobre por que a inflação dos EUA não aumentou depois da política monetária fortemente expansionista praticada naquele país. Nosso analista conclui que a política monetária fortemente expansionista impediu que a economia americana entrasse em uma espiral deflacionária. Para finalizar, em suas palavras: “Adicionalmente, a forte acomodação monetária promovida pelo programa de compras de ativos do FED conseguiu manter a economia americana em trajetória de crescimento suficiente para reduzir expressivamente o desemprego”. (Seção 8)

9. Nosso Analista Convidado desta edição do Boletim Macro IBRE é Bráulio Borges. Seu tema, o efeito do hiato desinflacionário no Brasil. Da conclusão destacamos: “O fato de a dinâmica inflacionária recente atestar que o hiato está em terreno altamente desinflacionário também sinaliza que há um grande espaço para uma aceleração não inflacionária do crescimento do PIB – que, aliás, teria que crescer por um tempo razoável acima de seu potencial (hoje estimado entre +1,5% e +2,5% a.a.) para que o hiato pudesse “fechar” nos próximos anos.” (Seção 9)

10. A seção Em Foco, finalmente, de autoria de Fernando de Holanda Barbosa Filho e Bruno Ottoni Eloy Vaz, do IBRE, trata do instigante tema da reforma previdenciária no Brasil. (Seção 10)

Boa Leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Cenário é de lenta recuperação, mas alívio das condições financeiras pode ajudar

Os indicadores de atividade econômica de dezembro, em conjunto com as suas prévias para janeiro, mantêm a percepção de que a demanda e a produção continuam deprimidas. Ao incluir as informações do Monitor do PIB de dezembro[1] (Tabela A.1), que apontou crescimento de -0,2% MsM (-1,6% AsA), nossa projeção de crescimento do PIB indica variação de -0,9% TsT (-2,5% AsA) no quarto trimestre de 2016 e de -3,6% no ano de 2016 (Tabela 1). O carregamento estatístico para 2017 aprofundou-se para -1,1%. As novas informações do PIB de 2016 nos levaram a subir a projeção de crescimento para este ano de 0,3% para 0,4%, na expectativa de uma maior contribuição da indústria e da agropecuária.

Tabela 1: Projeções PIB

Atividades	2016	2017
Consumo das Famílias	-4,2%	0,2%
Consumo do Governo	-0,9%	0,5%
Investimento	-10,2%	-0,7%
Exportação	2,3%	3,5%
Importação	-10,7%	2,3%
PIB	**-3,6%**	**0,4%**
Agropecuária	**-6,5%**	**6,2%**
Indústria	**-3,8%**	**1,3%**
Extrativa	-2,8%	3,6%
Transformação	-5,2%	2,1%
Construção Civil	-5,2%	-2,1%
Eletricidade e Outros	4,8%	3,3%
Serviços	**-2,7%**	**-0,2%**
Comércio	-5,8%	0,6%
Transporte	-6,9%	0,7%
Serviços de informação	-3,6%	-0,5%
Intermediação financeira	-2,8%	0,0%
Outros serviços	-3,4%	-1,5%
Aluguéis	0,2%	0,1%
Administração pública	0,2%	0,2%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

A produção da indústria, apesar da variação positiva em dezembro, deverá registrar crescimento próximo à estabilidade em janeiro, de 0,4% MsM. Com isso, a produção continuará estagnada em nível muito baixo (Gráfico 1). Para fevereiro e março de 2017, a paralisação de algumas montadoras de veículos programada para logo após o Carnaval deverá pesar negativamente sobre a atividade industrial. Nos dois últimos meses do ano passado, a produção havia se acelerado na expectativa de que o ritmo de vendas melhorasse no início deste ano — o que não se concretizou. Parte da melhora na absorção de máquinas e equipamentos e, portanto, do investimento deveu-se também ao incremento da produção de veículos no segmento de caminhões e ônibus. Ainda assim, para o ano de 2017, nossa expectativa é de gradual recuperação da atividade industrial, com contribuições positivas da indústria de transformação (2,1%) e da extrativa mineral (3,6%) (Tabela 1).

As vendas no varejo, por sua vez, continuam apresentando resultados consistentemente fracos, a despeito de eventos pontuais favoráveis no calendário varejista, como as promoções da Black Friday. A intensa distensão do mercado de trabalho, combinada com a retração do crédito,

[1] Para o relatório completo do Monitor, acessar o site http://portalibre.fgv.br/.

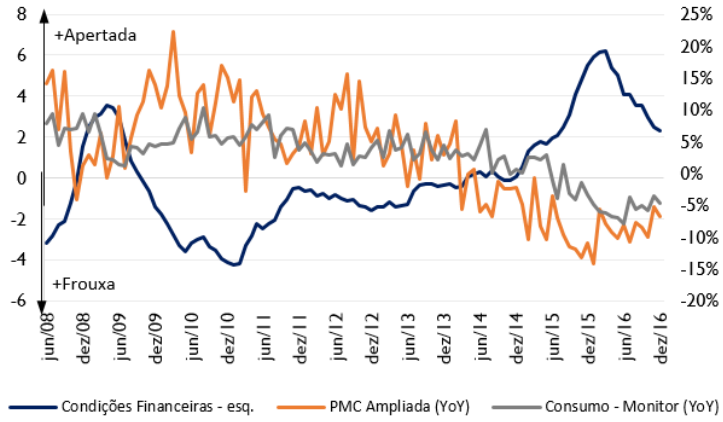
explicam essa sequência de resultados frustrantes. Para janeiro, nossa prévia indica ligeiro crescimento das vendas no conceito restrito, da ordem de 0,6% MsM.

Gráfico 1: Produção Industrial (com ajuste sazonal)

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Para 2017 como um todo, ainda esperamos que o comércio varejista ampliado apresente queda, porém bem menos intensa do que a registrada em 2016, à medida que os consumidores respondam ao processo de distensão das condições financeiras da economia (Gráfico 2).[2] Após atingir um pico em fevereiro de 2016, o indicador apresentou expressivo recuo ao longo do ano passado e já se encontra abaixo do patamar da crise de 2008 e 2009. Tanto o movimento de aperto quanto o de afrouxamento foram proporcionados, principalmente, pela piora e subsequente melhora dos prêmios de risco-país. Prospectivamente, a intensificação do ritmo de queda dos juros também deverá contribuir para acelerar a convergência do indicador para um patamar mais próximo à neutralidade ao longo de 2017.

Gráfico 2: Varejo Ampliado, Consumo e Condições Financeiras



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

Até o momento, portanto, os indicadores de atividade econômica continuam a confirmar nosso cenário de crescimento de 0,4% em 2017, o qual contempla uma aceleração gradual do PIB até o fim do ano. Nossa expectativa é que a taxa de crescimento na margem atinja 2,5% no quarto trimestre, em termos anualizados. Enquanto a agropecuária e, em menor grau, a indústria devam contribuir positivamente para o PIB deste ano, o setor de serviços ainda deverá registrar estabilidade (-0,2%), em parte motivada pelo baixo desempenho esperado para o consumo das famílias. A liberação do saque das contas inativas do FGTS, segundo as nossas contas, deverá proporcionar um impulso apenas moderado ao consumo em 2017, de maneira que o crescimento esperado para este ano é positivo, porém modesto.

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

Tabela A.1: Monitor do PIB

Atividades	DEZ2016/DEZ2015 (Sem ajuste sazonal)	DEZ2016/NOV2016 (Com ajuste sazonal)	Trimestral	
			4T2016/4T2015 (Sem ajuste sazonal)	4T2016/3T2016 (Com ajuste sazonal)
Consumo das famílias	-1,8%	-0,6%	-2,8%	-0,4%
Consumo do governo	-3,1%	2,1%	-1,6%	-0,7%
Formação bruta de capital fixo	-1,3%	0,6%	-5,7%	-1,7%
Exportação	-9,5%	-4,8%	-5,9%	-1,2%
Importação	16%	7,7%	-2,8%	1,9%
PIB	**-1,5%**	**-0,2%**	**-2,5%**	**-0,9%**
Agropecuária	**-6,1%**	**-3,6%**	**-4,3%**	**1,5%**
Indústria	**-0,4%**	**-0,8%**	**-2,4%**	**-0,7%**
Extrativa	3,7%	-1,1%	4,2%	0,9%
Transformação	2,3%	0,7%	-2,2%	-0,9%
Construção civil	-6,5%	-1,1%	-7,7%	-2,9%
Eletricidade e outros	4,1%	0,1%	2,5%	0,1%
Serviços	**-1,6%**	**-0,3%**	**-2,2%**	**-0,7%**
Comércio	0,6%	-0,5%	-1,5%	0,1%
Transporte	-4,1%	-0,4%	-6,9%	-1,5%
Serviços de informação	-6,7%	-0,7%	-5,1%	-4,2%
Intermediação financeira	-3,7%	-0,5%	-3,7%	-0,9%
Outros serviços	-3,6%	-0,1%	-4,0%	-1,9%
Aluguéis	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,3%
Administração pública	0,9%	1,1%	0,3%	0,3%

Fonte: Monitor do PIB/FGV; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

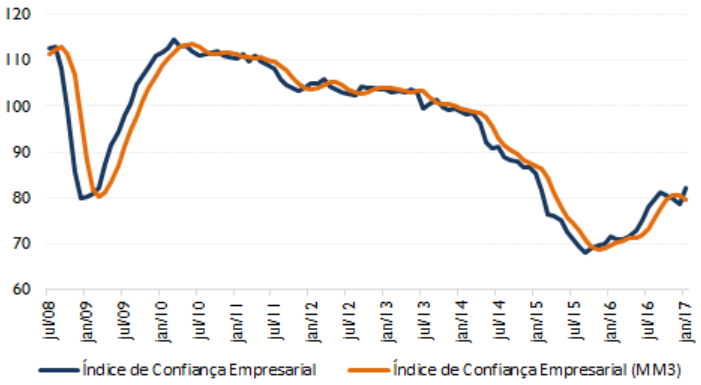
Enfim, boas notícias?

Os índices de confiança de empresas e consumidores subiram em janeiro, alimentando discussões sobre o fim da recessão no primeiro trimestre de 2017. Embora a alta na margem tenha sido expressiva neste início de ano, o movimento sucede uma calibragem para baixo ao final do ano passado, dificultando o diagnóstico de entrada numa fase consistente de alta da confiança. Por enquanto, os índices apenas retornaram aos níveis de setembro passado e, em médias trimestrais, sinalizam somente uma acomodação.

Apesar de nossa interpretação cautelosa em relação aos primeiros resultados de 2017, há fatos novos que podem contribuir para a continuidade da recuperação da confiança nos próximos meses. O primeiro deles é extraído da Sondagem da Indústria: houve, em janeiro, importante redução do grau de insatisfação com a situação atual dos negócios. Como mostramos na Seção Em Foco do Boletim Macro de Outubro de 2016, quando a proporção de empresários industriais insatisfeitos com a situação dos negócios supera 22% do total, as previsões para a produção perdem temporariamente aderência em relação às variáveis quantitativas. Entre 1980 e 2014, esses períodos atípicos de elevada insatisfação ocorreram somente em fases de recessão e se estenderam por sete meses, em média. Desta vez, o limite foi ultrapassado em janeiro de 2015, e somente em janeiro de 2017 o indicador parece retornar ao intervalo regular (fechou o mês em 22%).

Gráfico 3: Índice de Confiança Empresarial

(Dados dessazonalizados pontuais e em médias móveis trimestrais)



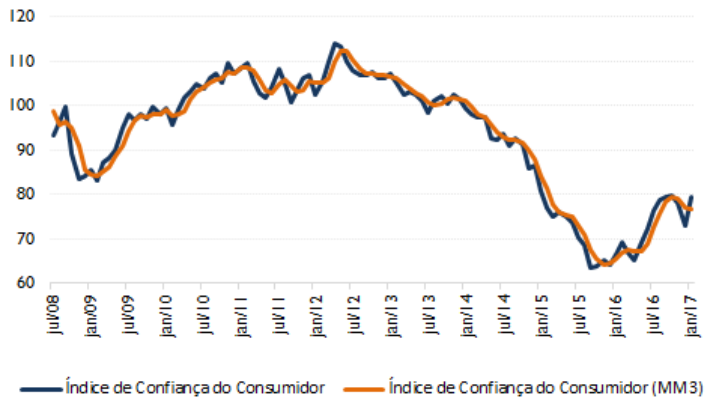
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

O comportamento atípico das expectativas em momentos de grande insatisfação, explicaria, por exemplo, efeitos do tipo Lua de Mel, como ocorrido no ano passado, após a substituição de Dilma Rousseff por Michel Temer na presidência, quando, nos meses seguintes, o nível de otimismo subiu rapidamente, de forma incompatível com a velocidade de recuperação da economia. Já o ajuste no final do ano trouxe os índices para um patamar mais realista.

Em segundo lugar, alguns dos fatores explicativos das variações dos índices de confiança passaram a evoluir favoravelmente neste início de ano. No caso da confiança do consumidor, a queda da inflação deverá contribuir positivamente ao longo do primeiro semestre, embora o frágil mercado de trabalho e o elevado nível de endividamento das famílias tendam a conter um avanço mais expressivo do índice. Já a queda dos juros reais contribuirá positivamente para a evolução da confiança empresarial, tanto pelo lado das expectativas de

Gráfico 4: Índice de Confiança do Consumidor

(Dados dessazonalizados pontuais e em médias móveis trimestrais)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

retomada das vendas a prazo, quanto da melhora das condições financeiras e de acesso ao crédito.

Entre os aspectos negativos nos índices de confiança, a permanência em níveis baixos dos indicadores que medem o pulso da situação presente sugere que a economia ainda não entrou numa fase de crescimento. Quanto às expectativas, os índices continuam refletindo redução de pessimismo — e não aumento do otimismo. Por fim, como mostrado no Boletim do mês passado, o Indicador de Incerteza da FGV/IBRE continua girando numa faixa historicamente alta, refletindo riscos do ambiente político e dúvidas quanto à velocidade possível de recuperação da economia brasileira.

Em síntese, a fase de distensão da política monetária e outros fatores de estímulo à economia previstos para este ano — como a liberação de recursos de contas inativas do FGTS — contribuirão para a elevação dos índices de confiança nos próximos meses. A incerteza sobre o ambiente político, no entanto, ainda é grande e pode neutralizar as boas novas do *front* econômico.

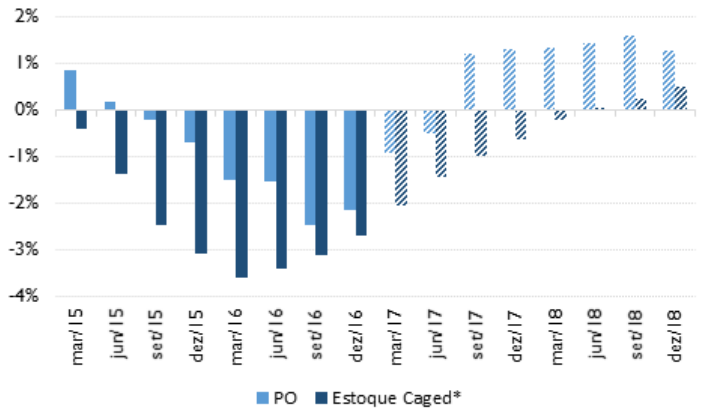
Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

Projeções de emprego indicam lenta recuperação

A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) apresentou pequena piora em dezembro de 2016, indo a 12,0%, contra 11,9% no mês anterior. Apesar da alta do desemprego em dezembro, impulsionada pelo forte crescimento da População Economicamente Ativa (PEA), a População Ocupada (PO) registrou leve alta de 0,06% (na comparação com mesmo mês do ano anterior). Já o mercado de trabalho formal, medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED), apresentou demissões líquidas de 462 mil em dezembro. O CAGED, entretanto, costuma apresentar resultados fortemente negativos em dezembro, em virtude da eliminação das vagas temporárias que são abertas no final do ano para atender ao movimento mais aquecido durante as festas. Quando corrigido pelo ajuste sazonal, o CAGED de dezembro mostrou criação líquida de 16 mil vagas.

Gráfico 5: Projeções Trimestrais para Indicadores Selecionados do Mercado de Trabalho (AsA)

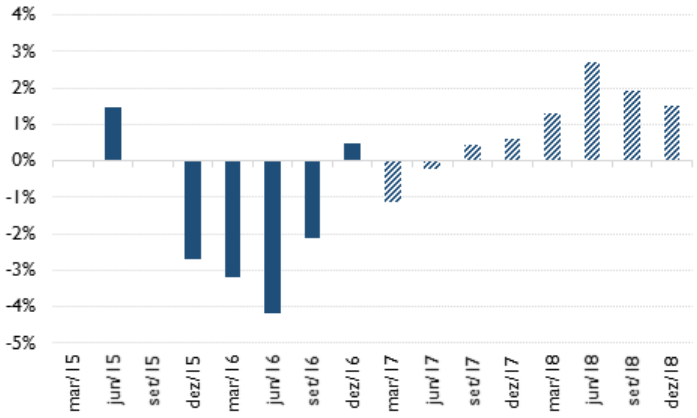


Apesar dos resultados relativamente favoráveis em dezembro, prevemos que o mercado de trabalho vá permanecer fraco ao longo dos próximos dois anos, com uma trajetória de recuperação lenta do emprego em 2017 e 2018.

No Gráfico 5, apresentamos a evolução prevista para o estoque de emprego formal do CAGED. A projeção indica uma retomada paulatina dos empregos formais ao longo do horizonte considerado (mar/2017 a dez/2018). O caráter brando da recuperação fica ainda mais evidente ao verificar-se que, mesmo em dez/2017, o estoque de emprego formal do CAGED ainda apresentará uma variação negativa na comparação com o mesmo mês do ano anterior (queda de 0,60%).

De forma semelhante, também projetamos uma recuperação gradual da PO, que engloba tanto a população empregada formalmente quanto os trabalhadores informais. Porém, estimamos, no caso da PO, que a recuperação será um pouco mais acelerada do que a observada no CAGED. No Gráfico 5, observa-se que a alta da PO é estimada em 1,2%, na comparação do período corrente com o mesmo período do ano anterior, já para set/2017. Acompanhando a elevação da PO, a renda real também apresentará crescimento a partir de set/2017, como observado no Gráfico 6. No mesmo gráfico, nota-se que a renda deve alcançar crescimento de 2,7% em jun/18, na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

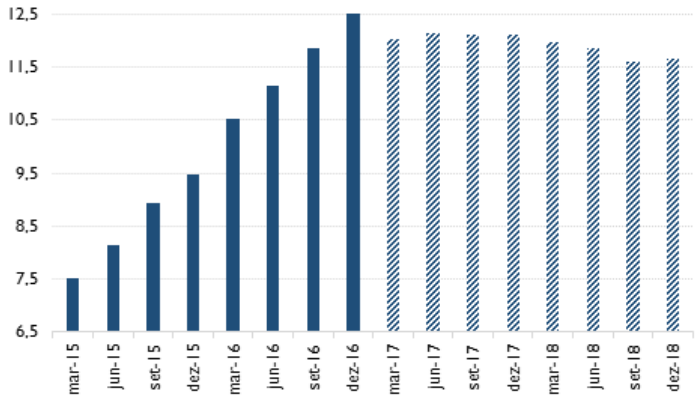
Gráfico 6: Projeções Trimestrais para a Renda Real (AsA)



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

Em reação à melhora do mercado de trabalho a partir de meados de 2017, refletida no aumento tanto da PO quanto da renda real, haverá um forte retorno de pessoas inativas à busca por emprego, resultando em uma alta da PEA nesse mesmo período. A PEA, projetada para aumentar 0,74% e 0,67% no 1º e 2º trimestres de 2017 (na comparação com o mesmo período do ano anterior), respectivamente, deve passar a crescer a taxas significativamente mais elevadas a partir do 3º trimestre. Como resultado, o desemprego apresentará trajetória lenta de queda ao longo de 2017 e também durante 2018. Esta trajetória pode ser observada no Gráfico 7, com a série corrigida pelo método de dessazonalização. Após ter alcançado o pico de 12,5%, em dez/2016, o desemprego dessazonalizado apresentará gradativa redução, atingindo 12,1% em dez/2017. O indicador continuará em lenta queda ao longo de 2018, até chegar

Gráfico 7: Projeções Trimestrais para a Taxa de Desemprego
(Dessazonalizada, %)



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

em 11,6% em dezembro.

Desta maneira, pode-se dizer resumidamente que projetamos para o período 2017-2018 uma retomada lenta e gradual do mercado de trabalho. Essa recuperação é refletida em três fatos apresentados neste Boletim: i) o estoque agregado de emprego formal do CAGED ainda apresentará queda este ano, seguido de uma tímida recuperação em 2018; ii) haverá um crescimento gradual da PO e da renda real somente a partir do 3º trimestre de 2017; iii) deverá ocorrer uma quase estagnação do desemprego em 2017, e uma queda suave desse indicador em 2018. Muito desta tendência de queda suave da taxa de desemprego nos próximos dois anos virá do crescimento da PEA, ocasionado pelo retorno de trabalhadores inativos ao mercado de trabalho. Este influxo vai se acelerar à medida que houver uma retomada do crescimento da PO ao longo de 2017.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

Preços dos alimentos conduzirão o IPCA para a meta de inflação

O primeiro trimestre de 2017 começou com uma agradável surpresa: o IPCA registrou variação de 0,38%, o menor resultado de sua série histórica para janeiro, e muito inferior às taxas registradas nos últimos cinco anos (cuja média para o mês ficou em 0,9%). Com esse começo virtuoso, o primeiro trimestre de 2017 deverá acumular alta inferior a 1,5%, mais de um ponto percentual abaixo da contabilizada em 2016, de 2,6%.

A principal contribuição para esse resultado está nos preços dos alimentos, que neste momento sofrem menos com os caprichos do clima. Segundo o Monitor da Inflação, o grupo alimentação e bebidas registrará queda de 0,4% no IPCA de fevereiro, o que configurará ampla desaceleração frente a janeiro, quando este grupo subiu 0,4%. Em parte, essa desaceleração foi antecipada pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA). Neste indicador, os alimentos *in natura* registraram queda de 7,4% em janeiro, efeitos que em parte ainda serão incorporados pelo IPCA de fevereiro.

A justificativa para esse comportamento está na oferta de grãos e alimentos *in natura*, que segue mais regular neste verão, reduzindo a ocorrência de aumentos fortes de preços, típicos desta estação.

A boa fase dos alimentos engloba outros itens importantes. Segundo o IPA, os preços do açúcar (-3,7%) e da carne bovina (-2%) tiveram forte recuo em janeiro, o que permitirá a continuidade da desaceleração dos alimentos no IPCA. Em 2016, a alimentação no domicílio subiu 10%, mas diante das boas previsões de safra e do comportamento atual dos preços, a alta não deve ultrapassar 3,2% neste ano.

Além disso, o prolongamento da recessão e seus efeitos sobre a demanda agregada também estão desacelerando a inflação. Depois de vencer o patamar de 9%, os serviços livres começaram em meados de 2014 uma progressiva trajetória de redução. De junho de 2014, quando registrou alta de 9,2%, a janeiro de 2017, a taxa deste segmento recuou 3 pontos percentuais (pp). Esse recuo

esteve longe de ser homogêneo. Enquanto nos primeiros 24 meses do período a desaceleração se deu ao ritmo mensal de 0,03 pp, depois de setembro de 2016 o recuo ganhou fôlego, passando a ocorrer em velocidade sete vezes maior. Com a lenta recuperação prevista para a atividade econômica, os preços dos serviços tendem a continuar em desaceleração, podendo acumular, no final do ano, alta de 4,8%.

Entre as novidades trazidas pelo primeiro trimestre, está a nova rodada de valorização cambial. O recuo do preço da moeda estrangeira tende a baratear *commodities* e produtos industriais, auxiliando a descompressão inflacionária.

Já os preços monitorados registraram aumento mais tímido em janeiro de 2017, de 0,8%, um ponto percentual abaixo da variação apurada ano passado, que foi de 1,8%. Neste ano ainda não foram registrados aumentos das passagens de ônibus para as cidades de maior peso no IPCA – RJ e SP. Dessa forma, a influência dos preços monitorados no IPCA de janeiro foi menor que no ano passado.

Apesar disso, os preços controlados devem avançar mais em 2017 – a trégua atual deve ser restrita ao primeiro trimestre. No ano passado, os preços administrados subiram 5,5%. Já para 2017, os mesmos itens devem avançar 6,1%. Os reajustes aguardados para a tarifa elétrica, que fechou 2016 com queda de 10%, devem superar os 7%, em 2017, favorecendo o avanço da contribuição dos preços administrados no IPCA.

Percebe-se então, que vários grupos do IPCA tendem a favorecer a contínua desaceleração da inflação. Os mais otimistas já preveem taxas inferiores a 4,5%, dado o comportamento benigno dos alimentos. No entanto, como o clima é variável e de difícil previsão, a cautela recomenda conservar em 4,6% a estimativa de inflação em 2017.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Política monetária sob ambiente favorável

O final de 2015 e o começo de 2016 marcaram uma reviravolta importante no comportamento dos preços de diversos ativos, tanto *commodities*, quanto ativos financeiros. A cotação do petróleo, por exemplo, atingiu seu ponto mais baixo (cerca de US$ 26 por barril) dos últimos quinze anos nos primeiros dois meses de 2016. Dali em diante recuperou-se significativamente.

As *commodities* de modo geral experimentaram comportamento semelhante, sendo especialmente marcante a oscilação das cotações das *commodities* metálicas. O índice CRB-geral e o índice CRB-metais atingiram seus pontos mais baixos desde a crise financeira na virada de 2015 para 2016. Desde então a recuperação de preços tem sido expressiva.

Oscilações importantes dos preços desses ativos costumam acarretar alterações nos juros de mercado de determinados papéis. A razão tem a ver com a influência que exercem sobre a percepção de risco de certos emissores. No caso do petróleo, por exemplo, emissões de muitas empresas da área de xisto são classificadas como *junk bonds*, cujas taxas de mercado subiram

expressivamente durante o ciclo de queda do preço do petróleo. Com a recuperação das cotações, a percepção de risco se alterou, e as taxas cederam significativamente. Movimento semelhante ocorreu também no mercado de papéis de dívida de países emergentes, geralmente vistos como dependentes de *commodities*. Com a volta dos preços das mercadorias, taxas representativas de risco-país cederam, ao mesmo tempo em que moedas de economias emergentes se fortaleceram. No mercado acionário, a partir dos mencionados *turning points*, as bolsas americanas adquiriram impulso renovado, enquanto as dos mercados emergentes experimentaram tendência de alta.

Essa fase de renovado apetite por risco *(risk-on*) ganhou impulso extra com a eleição de Trump nos Estados Unidos. E esse movimento tem afetado o Brasil significativamente. Desde o começo de 2016 a bolsa em dólar sobe, o CDS-5 cedeu de 500 pontos para aproximadamente 220 pontos nos últimos dias, o real veio de mais de R$ 4,00 para pouco mais de R$ 3,00, e a taxa real de juros dos papéis mais longos caiu da faixa de 7,0% a 7,5% para a faixa de 5,0% a 5,5%.

Por certo tais mudanças foram influenciadas também por importantes eventos domésticos, associados à troca de governo. Mais especificamente, tivemos avanços importantes na luta pelo ajuste fiscal de longo prazo, política monetária administrada com firmeza, etc.

Esse ambiente mais favorável certamente tem facilitado a vida do Banco Central. A estratégia posta em prática por seus dirigentes tem produzido resultados possivelmente melhores do que o esperado. Situações como essa merecem celebração. Remar contra a maré, ou seja, conduzir a política monetária em ambiente de ventos contrários é que é duro. Mas talvez caiba um alerta, especialmente para quem administra recursos, próprios ou de terceiros. É justamente nos períodos de ventos a favor que se costuma desprezar determinados tipos de risco. Fatos recentes parecem dar força a expectativas boas com relação ao futuro, em particular no tocante à possibilidade de o Banco Central levar o juro básico da economia para a faixa de um dígito antes do final deste ano. Faz todo o sentido acreditar nisto. É conveniente lembrar, porém, que esse cenário está longe de ser um evento certo. Aliás, não custa lembrar também que é justamente nas épocas de apostas de direção única e de baixa volatilidade que fica mais barato fazer *hedge* de determinadas posições. Tais apostas ainda poderão dar grandes alegrias, mas custa pouco ficar protegido.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Riscos para o orçamento de 2017

O orçamento fiscal para 2017 foi construído sob hipóteses que destoam das percepções atuais para a economia. O governo esperava um crescimento econômico de 1,6%, ao passo que atualmente o mercado projeta um crescimento mais modesto, de apenas 0,48%.[3] Se as previsões

[3] Corresponde a mediana do PIB do Relatório Focus-BCB divulgado no dia 17/02/2017. Disponível em: http://bit.ly/2IM3fLv.

de mercado se confirmarem, a estimativa das receitas feita pelo governo deverá ser revista e, consequentemente, o mesmo deve ocorrer com as despesas.

A meta fiscal de 2017 prevê déficit de R$ 139 bilhões. Além da meta, o governo está no primeiro ano de vigência da EC 95/16,[4] que define um limite máximo para os gastos primários. Temos então uma dupla regra para o orçamento: a meta de resultado primário e a limitação dos gastos primários.

A EC 95/16 prevê que o gasto primário de 2017 deve ser de, no máximo, equivalente às despesas primárias pagas em 2016, ajustadas por 7,2% (expectativa de inflação no momento do encaminhamento da proposta de ementa constitucional). Ocorre que a inflação observada em 2016 foi de apenas 6,3%, e a esperada para este ano é de 4,47% (Focus-BCB), além de os gastos primários de 2016 terem sidos um pouco maiores que o esperado devido ao pagamento de restos a pagar em proporções maiores que em anos anteriores. Assim, pela regra da EC 95/16, a despesa primária pode crescer até 2,2% em termos reais em 2017.

Pressupondo um crescimento econômico aquém daquele esperado pelo Governo, de apenas 0,4% (previsão do IBRE-FGV), nossas projeções apontam para uma receita primária muito abaixo da esperada pelo governo. Por outro lado, estimamos um crescimento real nas despesas primárias de 2,2%, permitido pela EC 95/16, e próximo ao que está no orçamento. Assim, conforme explicita a Tabela 2, a mudança nas premissas macroeconômicas levam a uma necessidade de contingenciamento das despesas primárias da ordem de R$ 40 bilhões para acomodar a nova estimativa de receitas à meta de déficit de 139 bilhões para o Governo Central.

Tabela 2: Comparações Cenário Fiscal IBRE e PLOA 2017

Comparações	PLOA 2017	IBRE	Diferença
PIB R$ Bilhões	6.822	6.634	187,5
PIB % a.a.	1,60%	0,40%	1,20%
Deflator implícito PIB	7,40%	5,30%	2,10%
IPCA % a.a.	4,80%	4,40%	0,40%
Dif. Deflator x IPCA	2,60%	0,90%	1,70%
Receitas Líquidas R$ Bilhões	1.197	1.139	-58
Despesas Totais R$ Bilhões	1.336	1.318	18
Resultado Primário R$ Bilhões	-139,6	-179,3	-40

Fonte: PLOA 2017 e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

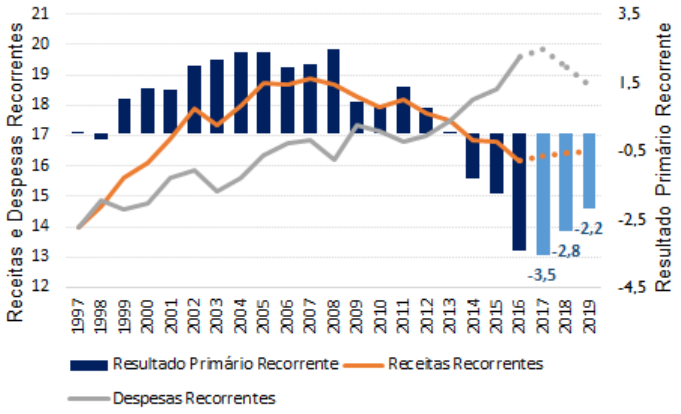
A necessidade de um contingenciamento já no primeiro ano de vigência da EC 95/16 evidencia mais uma vez a fragilidade das contas públicas. A recessão minou drasticamente as receitas e, mesmo diante da tentativa de conter o crescimento do gasto por meio de uma regra de limitação, a medida se torna insuficiente. Se computadas apenas as receitas e despesas ditas recorrentes, a realidade é mais dura. O Gráfico 8 mostra que o Governo Central se encontra no vermelho (com déficit primário recorrente) desde 2013, ou seja, a deterioração das receitas recorrentes iniciou-se na crise global de 2008 e vem caindo drasticamente desde então. Em parte, a deterioração das

[4] O Novo Regime Fiscal consta na Emenda Constitucional número 95 de 15 de dezembro de 2016. Disponível em: http://bit.ly/2IGL90C.

receitas se dá pela redução do ritmo de crescimento da economia e pela recessão, mas também pode ser explicada pelo volumoso nível de gastos tributários (desonerações).

Assim, conclui-se que é necessário fazer mais. A EC 95/16, se cumprida integralmente, ajuda no médio e longo prazos, mas é insuficiente para resolver as questões de curto prazo. A corrida por receitas extraordinárias, iniciada mais fortemente no pós-crise 2008/09, ocultou um déficit que vinha já de antes da atual recessão iniciada em meados de 2014. O orçamento de 2017 envolve riscos que podem comprometer o cumprimento da meta fiscal.

Gráfico 8: Evolução do Primário Recorrente do Governo Central
(% do PIB)



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

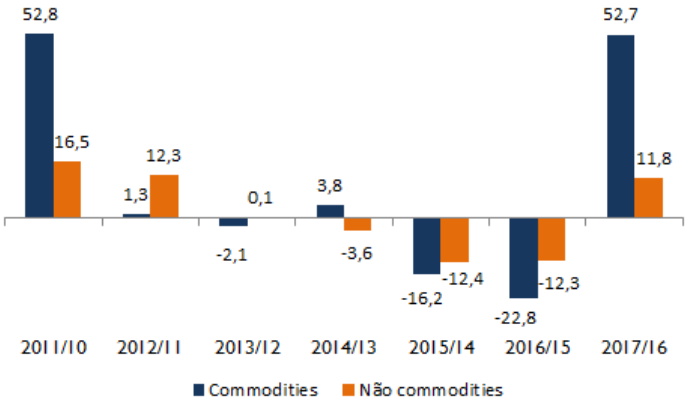
Vilma da Conceição Pinto

7. Setor Externo

A volta do bom desempenho das *commodities* no superávit da balança comercial de janeiro/2017

A balança comercial de janeiro registrou o maior superávit (US$ 2,7 bilhões) desde 2006, na série histórica deste mês. As exportações cresceram 32,7% e as importações 18%, na comparação entre janeiro de 2016 e de 2017. Observa-se que variações acima de 30% nas exportações não eram registradas desde 2011, e aumentos de dois dígitos nas importações, desde novembro de 2013.

Gráfico 9: Variação no Valor das Exportações:
(janeiro x janeiro do ano anterior, %)



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

A desagregação por *commodities* e não *commodities* (NC) permite entender o comportamento das exportações em janeiro. A contribuição das *commodities* foi de 82% para o aumento das exportações na comparação de janeiro 2016/17. Esta elevada contribuição é explicada pelo forte crescimento desse grupo (52,7%) em relação às NC (11,8%), conforme ilustrado no Gráfico 9. Esse mesmo gráfico mostra que variações dessa magnitude só

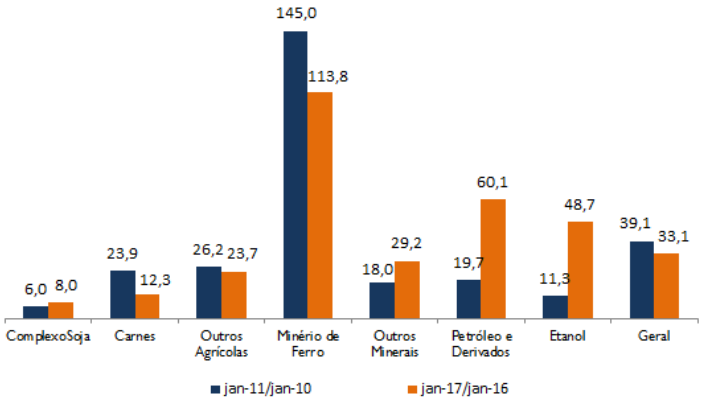
foram registradas, na série recente dos meses de janeiro, no auge do boom de preços das *commodities* em 2011. Estamos, porém, distante do período de *boom*: o índice geral de preços das *commodities* em janeiro de 2017 é 31% menor do que o do mesmo mês de 2011. A forte elevação é explicada, portanto, pelos baixos níveis dos preços ao longo dos últimos anos, que se recuperam lentamente a partir de março de 2016 (Gráfico 10). Fica, porém, a pergunta sobre as perspectivas de contínua melhora do desempenho das *commodities*.

Gráfico 10: Índice Geral de Preços das *Commodities*

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

Analisamos os índices de preços e quantidade dos principais grupos de *commodities* e fizemos a comparação de janeiro 2010/11 e janeiro 2016/17. O índice de preços do minério de ferro lidera o aumento dos preços em ambos os períodos, com variações acima de 100%, mas menor entre janeiro 2016/17 (Gráfico 11). Em seguida, vem o grupo de petróleo e derivados com aumento de 60%, um total de 40 pontos percentuais (pp) acima do resultado de 2011. O etanol também registra um crescimento elevado (49%), mas sua participação na cesta de commodities não chega a 1%. A elevação do índice geral entre janeiro de 2016/17 (33%) foi menor do que a de janeiro 2010/11 (39%), mas não se observava variação positiva na série de janeiro após o *boom* de preços (isto é, desde 2012).

Gráfico 11: Variação no Índice de Preço das *Commodities* por Principais Grupos (%)



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

No caso dos índices de quantidade, a variação foi um pouco maior (8%) entre os meses de janeiro de 2016/17 do que de janeiro de 2010/11 (5%). A principal contribuição foi do grupo de petróleo (explica 22% da cesta de *commodities*), seguido do complexo soja (11% da cesta), que registraram aumento de 30% e 31%, respectivamente.

Não esperamos que os resultados de janeiro se repitam ao longo do ano, como ocorreu em 2011. A China cresce menos do que em 2011 e é esperada uma ligeira desaceleração do seu crescimento econômico no segundo semestre. Num quadro de incertezas, o estímulo à produção de xisto nos Estados Unidos poderá atenuar a alta do preço do petróleo. Logo, num cenário otimista, a variação no índice de preços das *commodities* poderá ficar ao redor de 5% em 2017.

A avaliação dos índices de quantidade globais da Funcex mostra que os efeitos da valorização cambial ainda não são se refletem nos fluxos de comércio. O índice de quantidade geral das importações da Funcex aumentou 19,3%, um percentual maior que o das exportações (+11%). Observa-se que a taxa de câmbio real efetiva IBRE caiu 25% entre os meses de janeiro 2016/17 e 3,6% entre dezembro 2016/janeiro2017. Logo, o aumento das exportações em valor foi determinado em grande medida, como já analisado, pelo aumento nos preços das *commodities*. Nas importações, todos os índices de quantum das categorias de uso registraram aumento, exceto bens de capital, que recuou 32%. Este resultado, porém, está provavelmente mais associado ao cenário econômico, que continua desfavorável para a retomada dos investimentos.

Os resultados de janeiro não mudam a avaliação geral dos rumos da balança comercial realizada no Boletim Macro de janeiro, mas a bom desempenho das *commodities* nos leva a elevar a projeção do superávit para valores ao redor de US$ 40 bilhões.

Por último, a divulgação do balanço de pagamentos em 24 de janeiro confirmou nossas análises anteriores, onde a principal contribuição para a redução do déficit em transações correntes, de US$ 59 bilhões para US$ 24 bilhões, deveu-se à balança comercial (aumento de US$ 27 bilhões no superávit, pois a redução no déficit de serviços foi de US$ 6 bilhões. Com a valorização cambial, espera-se aumento no déficit de serviços que, junto com o menor superávit comercial, deverá elevar o déficit da conta corrente para valores ao redor de US$ 35 bilhões.

Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Teoria monetária tradicional e reinflação nos EUA

Os fundamentos da teoria monetária foram muito discutidos na imprensa brasileira no último mês e meio.

André Lara Resende, em um polêmico artigo no caderno EU & Fim de Semana do Valor Econômico, publicado às sextas-feiras, sugeriu que os fundamentos da teoria monetária estariam errados. Baseado em trabalho recente de John Cochrane, economista de Stanford,[5] Lara Resende indicou que é possível haver relação inversa entre juro nominal e inflação. Juros nominais elevados podem causar inflação maior e não o contrário.

Houve intenso debate no caderno de fim de semana do Valor, com a publicação de seis artigos. Dois de Lara Resende e quatro respostas críticas.

Um dos fundamentos empíricos da crítica de Cochrane ao modelo tradicional é que ele não consegue dar conta da trajetória da economia americana no segundo período posterior à crise global. Por um lado, o atingimento do limite de juro nominal nulo não gerou uma deflação, como se deveria esperar, visto que o juro neutro da economia ficou abaixo do juro praticado. Por outro lado, se considerarmos a forte expansão do balanço do banco central americano, o Federal

[5] John Cochrane, "Michelson-Morley, Occam and Fisher: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates", mimeo, dezembro de 2016.

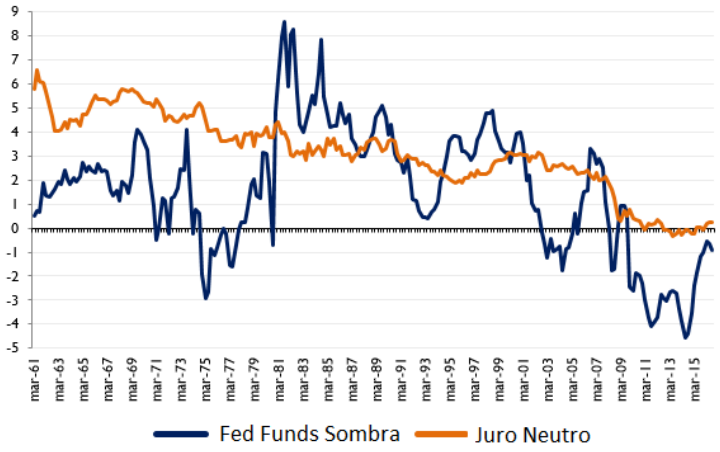
Reserve, promovida pelos sucessivos programas de compra de ativos conhecidos por afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*), deveríamos ter observado forte inflação pela elevação da quantidade de moeda. Tal dissintonia entre evidência empírica e a teoria sugere, para Cochrane, que a teoria monetária vive um momento Michelson-Morley. Esta dupla fez o experimento que mostrou que a velocidade da luz é a mesma independentemente do referencial do observador, rejeitando empiricamente o princípio da inércia de Galileu, formulado no início do século XVII.

Penso que Cochrane precisará de muito mais para produzir alteração de paradigma na teoria monetária. Nada de estranho à teoria tradicional de fato aconteceu.

Por que não houve explosão inflacionária com a forte expansão do balanço do Fed? Se Cochrane olhasse o balanço do Banco Central do Brasil, notaria que não há relação de causa e efeito. Se o passivo do Banco Central é muito elevado, o BC tem que remunerá-lo a taxas de mercado. É isso que o nosso BC faz quando remunera as operações compromissadas, a conta única do Tesouro e as reservas voluntárias pela taxa Selic. Ocorre que, na economia americana, a taxa básica era nula. Daí que a remuneração era nula. Evidentemente, o processo de reinflação da economia americana, que parece prosseguir lenta e persistentemente, produzirá elevação dos juros reais para algo em torno de 1% ao ano, segundo as melhores projeções dos diretores do Fed. O Fed, se quiser manter o balanço do tamanho que está, terá que remunerar as reservas.[6] Caso contrário, terá que vender no mercado os títulos de longo prazo que comprou por um valor mais baixo do que pagou. Em ambos o caso haverá impacto sobre o Tesouro americano.

Mas por que então não observamos uma espiral deflacionária, dado que o juro real neutro ficou abaixo do juro real praticado? O motivo é que o juro real efetivamente praticado ficou abaixo do juro neutro. Recente trabalho ajustou a taxa básica de juros efetivamente praticada pelo Fed sobre a estrutura a termo da taxa de juros em função do impacto do afrouxamento quantitativo. A ideia é que a taxa de juros para as decisões de consumo e investimento são as de durações maiores. O programa de compras de ativos conseguiu reduzir as taxas mais longas mesmo com a taxa básica no limite de juro zero.

Gráfico 12: Juro Real Neutro *vs Fed Fund* Sombra (%)



Fontes: Fed; Laubach, Thomas, and John C. Williams (2003). Elaboração: IBRE/FGV.

[6] O passivo do Fed é hoje da ordem de 25% do PIB. A diretoria do Fed espera que o juro real de curto prazo após a normalização das condições monetárias, que somente ocorrerá no longo prazo, seja de 1% real ao ano. Logo o custo de carregamento do passivo será de aproximadamente 0,25 pp do PIB.

O Gráfico 12 apresenta a evolução desde 1961 da taxa básica de juros praticada pelo banco central americano e uma medida de juro neutro.[7] Ambas as taxas são reais. Considerei como medida de inflação o PCE cheio do trimestre em questão. Note que a taxa efetivamente praticada, chamada de "FF (Fed Funds) sombra" pelos autores do trabalho, ficou bem abaixo da taxa neutra. Ou seja, tivemos política monetária fortemente expansionista no período, o que impediu que a economia americana entrasse em uma espiral deflacionária. Adicionalmente, a forte acomodação monetária promovida pelo programa de compras de ativos do FED conseguiu manter a economia americana em trajetória de crescimento suficiente para reduzir expressivamente o desemprego.

Samuel Pessôa

9. Analista Convidado

Habemus hiato

Ao longo do primeiro semestre de 2016, com o PIB brasileiro já tendo recuado quase 4% em 2015, a inflação corrente em termos de taxas acumuladas em 12 meses seguiu em patamar bastante elevado, em torno dos dois dígitos.

Essa "fotografia" fez emergir, entre alguns analistas, um diagnóstico bastante dramático: o potencial de crescimento da economia brasileira teria caído tanto quanto o crescimento efetivo, de modo que o hiato do produto não seria tão elevado como sugeria a evolução do PIB. E isso ainda traria como consequência colateral a existência de espaço exíguo para uma recuperação não-inflacionária do crescimento e mesmo da arrecadação tributária, superada a recessão.

Outros analistas – entre os quais me incluo – alertavam que, sim, o hiato desinflacionário já estava lá, atuando. Isso podia ser observado a partir da evolução dessazonalizada da média simples das cinco medidas de núcleo do IPCA – que passou de um "pico" de pouco mais de +9% a.a. em meados de 2015 (refletindo principalmente a inflação "corretiva" de vários preços administrados, em especial energia elétrica) para cerca de +7% a.a. em meados de 2016.

E o hiato ainda estava sendo "atrapalhado", naquele momento, pelos efeitos diretos e indiretos da depreciação cambial de cerca de 30% observada ao longo da segunda metade de 2015 (reflexo, por sua vez, das preocupações crescentes quanto à solvência fiscal), pelo choque climático adverso ensejado pelo fenômeno *El Niño* de intensidade muito forte (um dos únicos três classificados desta forma desde a década de 1950) e, ainda, por decisões metodológicas altamente questionáveis (o IBGE substituiu, a partir de maio de 2016, a medida de inflação dos itens 'empregado doméstico' e 'mão-de-obra para reparos', antes captada pelo rendimento desses trabalhadores na PME/IBGE, pela variação cheia do salário-mínimo nacional).

Segundo minhas estimativas, o coeficiente de repasse cambial no Brasil está em torno de 8%, o que significa dizer que o choque cambial legou um impacto de cerca de 2,5 ponto percentual (pp)

[7] Laubach, Thomas, and John C. Williams. 2003. "Measuring the Natural Rate of Interest," *Review of Economics and Statistics*, 85(4), *November*, 1063–1070.

para a inflação em 2015/16. Em outro estudo econométrico cheguei à conclusão de que o *El Niño* mais recente respondeu, sozinho, por cerca de 1,5 pp da alta do IPCA em 2015 e por outro 1 pp em 2016, já levando em conta os impactos diretos e indiretos – totalizando uma pressão de cerca de +2,5 pp nesse biênio. A decisão metodológica do IBGE custou cerca de 0,2 pp a mais no IPCA cheio de 2016 (feita a comparação com a inflação desses itens no IPC-DI/FGV).

Com efeito, dissipados esses choques, na tese pessimista – aquela que apontava um hiato que não seria tão negativo –, a inflação recuaria dos +7% a.a. de meados de 2016 para algo mais próximo de +5% a.a., parando por aí (sempre em termos de núcleos dessazonalizados). Ou mesmo ficaria parada nos +7% a.a. na visão de alguns, já que não é incomum que o papel dos choques de oferta transitórios sobre a dinâmica inflacionária brasileira seja quase totalmente ignorado nas análises.

E o que aconteceu recentemente? A inflação afundou. A média simples das medidas de núcleo do IPCA registrou um ritmo anualizado de alta de 3,5% no trimestre encerrado em janeiro de 2017, já descontada a sazonalidade. Considerando apenas a leitura de janeiro, a inflação correu em ritmo de +2,5% a.a. A inflação dos serviços subjacentes – o núcleo dos serviços, que é mais sensível ao hiato – passou de +7% a.a. em meados de 2016 para +4% a.a. no trimestre encerrado em janeiro e para +2% a.a. na leitura de janeiro (feito o ajuste sazonal).

Sim, a melhoria de credibilidade da política econômica ajudou – sobretudo ao estancar a pressão da depreciação cambial –, mas o grosso do serviço sujo foi feito pelo hiato. Desse modo, temos hoje a seguinte situação, na ponta: inflação corrente muito abaixo do centro da meta e hiato do produto em terreno claramente desinflacionário. Como essas duas variáveis apresentam elevada persistência temporal (inclusive por estarem relacionadas entre si), é pouco provável que esse quadro seja revertido rapidamente – o que significa dizer que as expectativas de inflação, que em parte são formadas adaptativamente, tendem a seguir recuando (hoje já praticamente cravam a meta, de 4,5%, em 2017 e em 2018).

Como um Banco Central que opera em um regime de metas de inflação flexível deve proceder nesse tipo de situação, segundo a regra de Taylor dos livros-texto? Levar a taxa básica de juros para abaixo do nível neutro, ainda que temporariamente. Qual é esse nível neutro hoje no Brasil? A julgar pelas projeções de consenso para a Selic daqui a cinco anos (ou seja, já bem além do horizonte típico de atuação da política monetária), parece estar em torno de 9% a.a., em termos nominais (essa mesma métrica sugeria uma Selic neutra de 11% a.a. há um ano).

O fato de a dinâmica inflacionária recente atestar que o hiato está em terreno altamente desinflacionário também sinaliza que há um grande espaço para uma aceleração não inflacionária do crescimento do PIB – que, aliás, teria que crescer por um tempo razoável acima de seu potencial (hoje estimado entre +1,5% e +2,5% a.a.) para que o hiato pudesse "fechar" nos próximos anos. As projeções de consenso mais recentes não apontam nem a Selic caindo para abaixo do neutro este ano, nem o PIB crescendo muito acima do potencial nos próximos anos. Ou as projeções de juros e PIB precisam ser ajustadas, ou a inflação esperada está alta demais.

Bráulio Borges, economista-sênior da LCA Consultores e pesquisador-associado do IBRE/FGV

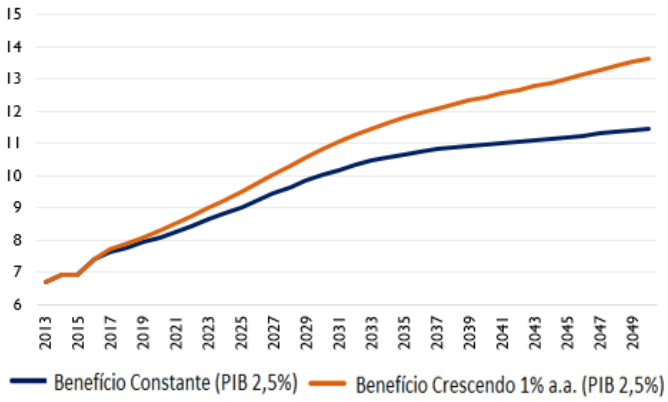
10. Em Foco IBRE: Previdência: a Reforma Inadiável

A reforma da Previdência no Brasil é inadiável devido às mudanças demográficas que impactarão o país nos próximos anos. Com base na projeção demográfica do IBGE, a população adulta, entre 15 e 64 anos de idade, deverá permanecer praticamente inalterada nas próximas décadas, passando de 140,8 milhões em 2016 para 138,1 milhões em 2050. Já a população idosa, com mais de 65 anos de idade, tenderá a apresentar aumento expressivo, saindo de 16,3 milhões para 48,9 milhões no mesmo período. Ou seja, em 2050 teremos três vezes mais idosos para aproximadamente o mesmo montante de adultos.

Esta explosão relativa na proporção de idosos, ao aumentar o número de beneficiários e reduzir a quantidade de contribuintes, tenderá a produzir descasamentos cada vez mais significativos entre as receitas e as despesas da Previdência social. Nesta seção Em Foco procuramos discutir três tópicos que consideramos relevantes para o debate que está ocorrendo em torno da proposta de reforma da Previdência apresentada pelo atual governo. Primeiro, realizamos projeções para a evolução do gasto com a Previdência até 2050. Assim, visamos elucidar, de uma maneira mais formal, como a mudança demográfica produzirá um salto dos gastos previdenciários, comprimindo ainda mais o já apertado orçamento do governo.

Consideramos três cenários distintos para projetar a trajetória dos gastos com a Previdência, que admitem respectivamente crescimento real: (i) nulo tanto do Produto Interno Bruto (PIB) quanto do valor médio do benefício concedido aos aposentados, (ii) de 2,5% do PIB e de 1,0% no valor médio do benefício e (iii) de 2,5% do PIB e de 0,0% no valor médio do benefício.[8] As projeções realizadas aqui compreendem apenas o Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Porém, as estimativas fornecidas neste artigo adotam, quando necessário, a hipótese conservadora de que os gastos com o Regime Próprio da Previdência Social (RPPS) devem permanecer no nível atual de aproximadamente 4% do PIB até o ano de 2050. Consideramos esta pressuposição como sendo conservadora, porque a transição demográfica, que tenderá a aumentar expressivamente a proporção relativa de idosos no RGPS, também deverá impactar o RPPS.

Gráfico 13: Simulação das Despesas do RGPS (% do PIB)



Fonte: AEPS (2015) e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

[8] Para maiores informações acerca da metodologia utilizada para projetar a evolução dos gastos sugerimos entrar em contato com os autores.

No primeiro cenário, obtém-se que as despesas aumentariam aceleradamente, como proporção do PIB, passando de 6,7% (em 2016) para 22% (em 2050). As trajetórias obtidas para os gastos nos demais cenários, dois e três, são apresentadas no Gráfico 13. Os resultados dos cenários remanescentes sugerem que os gastos, como proporção do PIB, devem subir gradativamente até atingir no ano de 2050, respectivamente, 13,7% e 11,4%. Estes números indicam que o gasto total com a Previdência (somando RGPS com RPPS) ficará, no ano de 2050, entre 26% (22% do RGPS + 4% do RPPS) e 15% (11% do RGPS e 4% do RPPS) do PIB.

Portanto, independentemente do cenário considerado, conclui-se que a Previdência tenderá a comprimir o orçamento do governo, deixando uma quantidade relativamente pequena de recursos para as demais rubricas (como saúde, educação, defesa nacional e segurança pública). Mais precisamente, ao assumir uma carga tributária de 33% do PIB, encontramos dois resultados extremos. No pior cenário o governo teria, após realizar o pagamento das aposentadorias, recursos equivalentes a 7% do PIB para serem gastos nas demais rubricas (33% - 26% = 7%). No melhor cenário restaria uma proporção maior de recursos, equivalentes a 18% do PIB, depois de o governo arcar com todos os gastos previdenciários (33% - 15% = 18%).

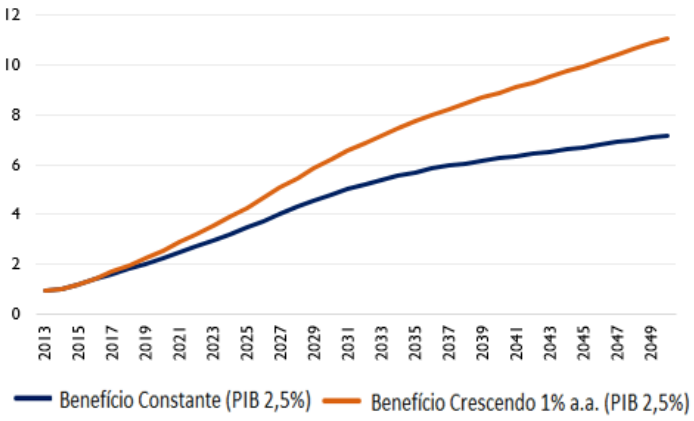
Segundo, simulamos a evolução do déficit da Previdência social até 2050. Antes de prosseguir é importante, portanto, explicar de forma clara a definição de déficit considerada nesta seção Em Foco. Especificamente, definimos o déficit (superávit) como: gastos, com o total de benefícios, superiores (inferiores) às receitas, com o total de contribuições. Além disso, para projetar a evolução do déficit, temos que adotar uma modelagem explícita para a trajetória esperada das receitas. Um alicerce importante na projeção do comportamento das receitas é a escolha da hipótese acerca da proporção de indivíduos que contribui para o sistema da Previdência. Partimos, neste artigo, da pressuposição simplificadora de que a proporção de contribuintes permanece constante, em seu nível inicial, ao longo de todo o horizonte da projeção.

Utilizando a definição de déficit descrita acima, pode-se discutir o comportamento passado desta variável, antes de partir para as projeções acerca da sua evolução no futuro. Analisando separadamente os orçamentos da Previdência rural e urbana, constata-se que o primeiro de fato tem respondido pela maior parte do déficit agregado do sistema. Especificamente, o déficit na Previdência rural se situou, no período 2004-2016, entre 1,0% e 1,7% do PIB. Alternativamente, o maior déficit da previdência urbana, neste mesmo horizonte de tempo, ficou em 0,6% do PIB. A Previdência urbana chegou a ser superavitária entre 2008 e 2015, período em que houve acentuado processo de formalização no mercado de trabalho.[9] Os anos de superávit da Previdência urbana têm levado alguns analistas a sugerir que o sistema como um todo deve voltar a apresentar uma situação fiscal mais equilibrada quando a economia retornar a uma trajetória de crescimento. No entanto, nossas projeções, apresentadas no parágrafo abaixo, sugerem que a recuperação da economia não deverá tornar a Previdência superavitária no longo prazo, visto que os efeitos demográficos tendem a ser predominantes.

[9] Os dados de Previdência rural e urbana foram retirados do Anuário Estatístico da Previdência Social (AEPS).

Partimos dos mesmos três cenários utilizados na projeção do gasto para simular a trajetória futura do déficit. Os resultados sugerem que o déficit, como proporção do PIB, aumentaria expressivamente em todos os cenários, saindo, em 2016, de 2,4%, e atingindo, em 2050, os seguintes valores, respectivamente: 16,1%, 11,1% e 7,1%. As trajetórias do déficit nos cenários dois e três são apresentadas no Gráfico 14. Portanto, mesmo realizando projeções do déficit como um todo, em vez de focar apenas no gasto, e incorporando as receitas, que tendem a contribuir para a manutenção do equilíbrio fiscal, chegamos a uma conclusão semelhante à obtida anteriormente de que a Previdência tenderá a comprimir cada vez mais o orçamento do governo ao longo das próximas décadas.

Gráfico 14: Simulação do Déficit do RGPS (% do PIB)



Fonte: AEPS (2015) e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Finalmente, oferecemos algumas evidências com o intuito de contribuir para a discussão acerca de um dos aspectos mais polêmicos da atual proposta de reforma da Previdência, que é a inclusão da idade mínima. Afirma-se que a mesma prejudicaria os mais pobres. Esta afirmação não nos parece correta. Apresentaremos abaixo dados que sugerem que a introdução da idade mínima irá afetar de forma desproporcional a parte de cima da distribuição de renda, e não a parte de baixo, como tem sido constantemente argumentado por críticos da reforma.

Na verdade, os mais afetados pela reforma serão os indivíduos que pretendem se aposentar por tempo de contribuição. Estas pessoas se aposentavam, em média, com 55 anos de idade em 2014. Com a reforma, terão que trabalhar dez anos a mais, visto que só poderão se aposentar ao atingir 65 anos de idade. Alternativamente, a reforma terá efeito significativamente menor sobre aqueles que pretendem se aposentar por idade. Estas pessoas se aposentavam, em média, com 61 anos de idade em 2014. Após a reforma, estas pessoas terão que trabalhar quatro anos a mais, dado que só poderão se aposentar com 65 anos de idade.

Tabela 3: Valor Médio de Benefícios de Aposentadoria Concedidos em 2014

	Rural	Urbano	Total
Tempo de Contribuição	828	1.740	1.736
Idade	726	997	855
Invalidez	727	1.204	1.136

Fonte: AEPS (2014). Elaboração: IBRE/FGV.

A Tabela 3 mostra o valor médio do benefício pago pela Previdência brasileira, separadamente para os indivíduos aposentados por tempo de contribuição e por idade, no ano de 2014.[10]

[10] Os dados contidos na Tabela 1 foram retirados do Anuário Estatístico da Previdência Social (AEPS).

Podemos perceber que o benefício recebido por tempo de contribuição é substancialmente mais elevado do que aquele auferido por idade (R$ 1.735 ante R$ 855). Uma aritmética simples permite calcular, a partir do valor dos benefícios recebidos pelo aposentado, o provável salário auferido durante a sua vida laboral. Desta forma estimamos, apenas para os aposentados por tempo de contribuição, o provável salário médio no mercado de trabalho.[11] Concluímos que o salário masculino seria de R$ 2.750 (85º percentil de renda) e o feminino de R$ 2.237 (82º percentil de renda). Logo, consideramos errado dizer que a reforma afetará majoritariamente os mais pobres, visto que ela terá maior impacto justamente sobre os indivíduos que vislumbram uma aposentaria por tempo de contribuição. Como demonstrado aqui, essas pessoas encontram-se nos percentis mais elevados da distribuição de renda, não sendo, portanto, pobres.

As simulações realizadas acima mostram que apenas uma reforma profunda do sistema previdenciário brasileiro será capaz de garantir a sustentabilidade fiscal do governo. A reforma proposta é dura. No entanto, alguns especialistas têm sugerido que mesmo a aprovação integral da atual proposta de reforma da Previdência pode não ser suficiente para garantir a solidez fiscal. Portanto, a reforma aprovada no Congresso pode não ser exatamente a enviada inicialmente pelo governo, mas é imprescindível que ela seja semelhante em termos do seu impacto sobre as contas públicas. Caso contrário, estaremos apenas postergando a solução do problema de desequilíbrio fiscal.

Fernando de Holanda Barbosa Filho e Bruno Ottoni Eloy Vaz

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

[11] Para maiores informações acerca da metodologia utilizada para recuperar o salário obtido durante a vida laboral a partir do benefício auferido durante a aposentadoria recomenda-se entrar em contato com os autores.

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 22 de fevereiro 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.