



1º Trimestre

2017

34

CONJUNTURA

CARTA DE

Governo Federal
Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira



Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional, Substituto

Carlos Roberto Paiva da Silva

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura

João Alberto De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais

Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Sérgio Augusto de Abreu e Lima Florêncio Sobrinho

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação

Regina Alvarez

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

VISÃO GERAL DA CONJUNTURA

José Ronaldo de Castro Souza Júnior¹

Paulo Mansur Levy²

Marco Antônio F. de H. Cavalcanti³

SUMÁRIO

Finalmente, a economia brasileira apresenta sinais de retomada. Os dados disponíveis apontam para um leve crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2017, após oito trimestres de queda na série com ajuste sazonal. Este crescimento deve ser puxado, na ótica da produção, pelos setores agropecuário e industrial; e, na ótica da despesa, pelo setor externo e por acumulação de estoques. A safra recorde de grãos esperada para o primeiro trimestre explica parte importante do crescimento do PIB, mas a retomada assenta em fatores com efeitos mais persistentes, que poderão afetar a trajetória econômica ao longo de todo o biênio 2017-18. Primeiro, a agenda de reformas levada adiante pelo Governo Federal tem aumentado a confiança dos agentes econômicos na recuperação do equilíbrio fiscal de longo prazo, bem como na superação de alguns dos entraves estruturais ao aumento da produtividade e do crescimento sustentado do país. Segundo, a queda da inflação abriu espaço para a redução da taxa de juros Selic pelo Banco Central do Brasil, provendo estímulos crescentes à retomada de gastos com investimento e consumo. Terceiro, o aumento recente nos preços das principais *commodities* no mercado internacional, aliado à recuperação gradual da confiança na política macroeconômica doméstica, tem levado a um processo de valorização cambial que, de um lado, barateia insumos e equipamentos importados, propiciando condições para novos investimentos; e, de outro lado, alivia o balanço das empresas endividadas em moeda estrangeira e reduz o custo do crédito externo – contribuindo ulteriormente para a redução do custo do capital no país.

Sob as hipóteses de que não haverá grandes mudanças no ambiente externo, que a situação política doméstica se estabilizará e que o país continuará avançando na

¹ Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Ipea. E-mail: <ronaldo.souza@ipea.gov.br>.

² Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. E-mail: <paulo.levy@ipea.gov.br>.

³ Diretor adjunto da Dimac do Ipea. E-mail: <marco.cavalcanti@ipea.gov.br>.

estruturação de um arcabouço constitucional e infraconstitucional que dê suporte crível a um novo regime fiscal (que reverta a trajetória de crescimento da dívida pública), o Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea projeta que o PIB apresentará taxas de crescimento crescentes a partir do segundo trimestre, fechando o ano de 2017 com crescimento de 0,7% e 2018 com crescimento de 3,4%. Cabe notar que a retomada do crescimento será facilitada pela elevada capacidade ociosa atualmente existente na economia, que implica a possibilidade de voltar a crescer em prazo relativamente curto e sem fortes pressões inflacionárias. Sob os estímulos da redução do custo de capital na economia e de um arcabouço macroeconômico mais sólido, bem como de avanços na agenda microeconômica e na política de concessões na área de infraestrutura, os investimentos deverão crescer a taxas mais elevadas a partir do segundo semestre de 2017 e liderar a retomada.

O aquecimento da atividade econômica e a valorização cambial levarão as importações a crescerem acima das exportações, de modo que o aumento do PIB não contará com contribuição positiva das exportações líquidas. Os gastos públicos, por sua vez, estarão limitados pela restrição fiscal. Conseqüentemente, o crescimento no biênio 2017-18 deverá se basear fundamentalmente na demanda privada doméstica: além do impulso dos investimentos, projeta-se recuperação gradual, mas também importante, do consumo das famílias – impulsionado, em um primeiro momento, pela redução da inflação e dos juros, pelo impacto positivo da liberação dos recursos do FGTS e pela estabilização das condições do mercado de trabalho; e, em um segundo momento, pela melhora no mercado de trabalho, consubstanciada no aumento das contratações e na redução do desemprego, e pelo alívio das condições do crédito. Para além de 2018, a sustentação do crescimento econômico exigirá a manutenção de um ambiente macroeconômico estável, calcado no tripé composto pelo regime de metas de inflação, câmbio flutuante e equilíbrio fiscal de longo prazo; e a implementação de reformas de cunho *microeconômico*, com foco no aumento da eficiência da economia na alocação de recursos por meio da redução de distorções nos mercados de trabalho e de capitais e na geração de um ambiente de negócios competitivo e propício ao investimento e à inovação.

O MOMENTO ATUAL: SINAIS DE RECUPERAÇÃO

A economia brasileira começa a sair da recessão. Desde o início do ciclo recessivo, datado no segundo trimestre de 2014, até o final de 2016, o PIB teve uma queda acumulada de 9%. As expectativas voltam-se agora para o que vai acontecer ao longo de 2017. O *carry-over* para este ano é de -1,1%, ou seja, mesmo que a economia mantenha o nível de atividade registrado no final de 2016, na média de 2017 ainda haveria queda do PIB.

Mas as perspectivas são positivas, embora fortemente condicionadas à aprovação das reformas estruturais. As expectativas coletadas semanalmente pelo Banco Central revelam crescimento esperado de 0,5% para este ano, o que implica que o PIB do último trimestre de 2017 seria aproximadamente 2,4% superior ao do último trimestre de 2016. A previsão do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea é de crescimento um pouco mais rápido já em 2017, de 0,7%, refletindo o aumento da confiança, a queda da taxa básica de juros em termos reais e o fim do ciclo de ajuste dos estoques. Para 2018, a previsão é de que o crescimento acelere para 3,4% (maior que os 2,5% da previsão mediana do mercado).

Os sinais de reação têm sido mais fortes na agricultura e na indústria. No caso do setor agropecuário, depois de registrar em 2016 seu pior desempenho na série histórica – queda de 6,6%, as estimativas são de um forte crescimento da safra de grãos, da ordem de 20% em relação a 2016. Embora o setor agropecuário, tomado isoladamente, tenha peso relativamente pequeno no PIB – apenas 4,7% em 2016, ao se considerar a cadeia produtiva e de comercialização como um todo, chega-se a estimativas de que o agronegócio corresponderia a uma participação muito maior no PIB. Além do potencial impacto direto e de seu efeito multiplicador, é preciso considerar também o efeito indireto que uma oferta mais ampla de alimentos pode ter sobre a inflação, afetando o poder de compra das famílias (já que itens ligados à alimentação são de mais difícil substituição) e permitindo uma redução mais rápida da taxa de juros.

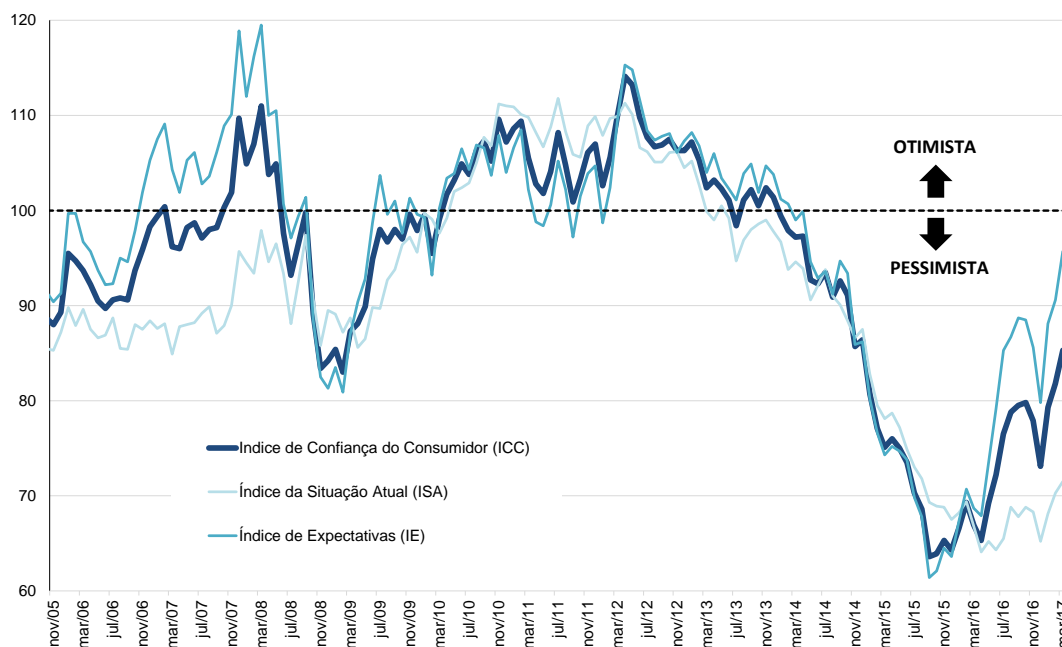
Na indústria, os sinais de recuperação são menos firmes. As oscilações ao longo de 2016 foram grandes, com um primeiro semestre relativamente favorável – em parte pelo impulso das exportações, em parte pela recuperação da confiança, seguido por queda na segunda metade do ano. Não obstante, a indústria geral cresceu na margem em

novembro e dezembro do ano passado e, após a relativa estabilidade de janeiro, estima-se, segundo o Indicador Ipea de Produção Industrial, que tenha havido crescimento de 0,3% em fevereiro, o que representaria um *carry-over* de 1,9% para o resultado do primeiro trimestre.

Pelo lado do consumo, os dados mais recentes já mostram alguma reação das vendas do comércio varejista, com crescimento do volume de vendas dessazonalizado mensal de 1% e 2,1% em novembro e dezembro de 2016, respectivamente. No varejo ampliado, que inclui automóveis e material de construção, e onde as vendas são mais sensíveis às condições de crédito, as variações foram mais modestas: 0,2% e -0,1%, respectivamente. Os resultados de janeiro deste ano indicaram pequena acomodação, com as vendas recuando, na margem, 0,7% no varejo restrito e 0,2% no ampliado. Em fevereiro, no entanto, os indicadores antecedentes do comércio revelaram um crescimento significativo na comparação mensal dessazonalizada: +1,1% no índice de vendas reais da Abras e +1,8% no indicador de atividade do comércio da Serasa. A expectativa positiva para o desempenho do comércio varejista e do consumo, ainda que apontando para um crescimento modesto a curto prazo, apoia-se na já mencionada queda da inflação, especialmente dos alimentos; no aumento da confiança do consumidor; na estabilização e posterior reversão das condições no mercado de trabalho; e na recuperação do mercado de crédito, dado que famílias e empresas parecem ter avançado bastante no processo de redução do elevado endividamento acumulado nos últimos anos.

O índice de confiança do consumidor da FGV experimentou forte crescimento a partir de abril do ano passado, mas caiu no último trimestre do ano. Voltou a crescer a partir de janeiro, atingindo em março o maior nível desde dezembro de 2014. Embora o componente mais importante dessa melhora sejam as expectativas em relação ao futuro, a percepção quanto à situação atual também tem melhorado nesses meses iniciais de 2017. Não obstante, o indicador de confiança da FGV já se encaminha para um patamar próximo do otimista (acima de 100 pontos) após longo período de pessimismo. São, portanto, sinais ainda tênues que necessitam de mais avanços concretos – no mercado de trabalho, por exemplo – para se traduzirem em aumento efetivo da demanda por bens de consumo.

GRÁFICO 1
Índice de confiança do consumidor
 (Índices com ajuste sazonal)



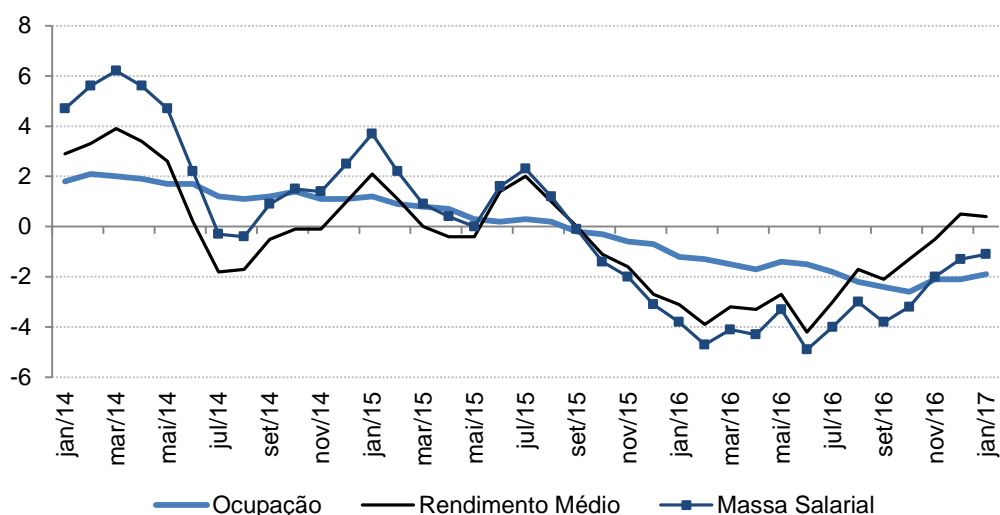
Fonte: IBRE-FGV.

Embora a renda das famílias, medida pela massa de rendimentos reais do trabalho, ainda esteja caindo, devido à situação ainda ruim no mercado de trabalho, a velocidade da queda vem se reduzindo rapidamente: na comparação interanual, a redução chegou a ser de quase 5% no trimestre encerrado em maio de 2016, mas caiu gradualmente até atingir -1,1% no trimestre encerrado em janeiro de 2017. Essa trajetória reflete principalmente a recuperação do rendimento médio real, cuja variação interanual passou de -4,2% em meados de 2016 para +0,4% no início de 2017. Tal melhoria, por seu turno, reflete em boa medida a forte queda da inflação, cuja taxa anual passou de 9,3% em maio de 2016 para 4,8% em fevereiro. Por outro lado, o nível de ocupação permanece muito baixo: no trimestre encerrado em janeiro último, ele era 1,9% inferior ao de um ano antes. O ritmo de queda, porém, vem se reduzindo, e no mercado formal, captado pelo Caged, o mês de fevereiro registrou o primeiro ganho líquido de postos de trabalho em quase dois anos.

GRÁFICO 2

Evolução recente do mercado de trabalho

(Taxas de crescimento interanuais, em % a.a.)



Fonte: PNADC-IBGE.

Os níveis de endividamento das famílias, apesar de declinantes, ainda encontram-se elevados: em dezembro de 2016, as dívidas das famílias correspondiam a 42,2% da sua renda nos 12 meses anteriores, e o serviço dessa dívida consumia 21,7% da renda corrente. A perspectiva de redução relativamente rápida dos juros – devido às surpresas favoráveis na trajetória de queda da inflação e à convergência das expectativas para a meta – deve contribuir para aliviar as condições do mercado de crédito, ao mesmo tempo em que a taxa real de juros caminha para níveis inéditos de baixa, em torno de 4% ao ano, num contexto de inflação sob controle.

Essa queda dos juros tende a estimular o consumo de bens duráveis e o investimento. Isso só não está ocorrendo ainda por conta do já mencionado sobre-endividamento das famílias e porque a ociosidade do parque industrial ainda é muito elevada: em março, o grau de ocupação da capacidade instalada no setor industrial era de 74,4%, apenas pouco superior ao mínimo histórico de 72,9% registrado em dezembro de 2016. Há, no entanto, expectativas favoráveis quanto à retomada dos investimentos nos setores de infraestrutura. Nesse sentido, o governo vem avançando na reformulação do marco regulatório, já tendo alterado as regras para exploração de petróleo no pré-sal e concluído os leilões de concessão de quatro novos aeroportos. Espera-se também para este ano a retomada de concessões nas áreas de portos e rodovias.

A questão crítica no momento é a reforma da Previdência Social, encaminhada ao Congresso no final do ano passado. Isto porque, sem mudanças que reduzam o ritmo de crescimento das despesas com benefícios previdenciários, o teto que limita o crescimento dos gastos públicos à inflação do ano anterior – mudança que configura um novo regime fiscal para o país – torna-se inviável a médio prazo: os gastos com Previdência ocupariam espaço cada vez maior dentro do orçamento federal, obrigando à diminuição do valor real das demais despesas, muitas delas já bastante comprimidas por conta de reduções feitas nos dois últimos anos.

Os mercados parecem apostar que a reforma será aprovada sem muitas alterações. A Bolsa de Valores de São Paulo acumula alta de 6,6% e o real valorizou-se 4,7% no ano. Certamente as condições internacionais têm se revelado mais favoráveis, o que inclui uma alta dos preços de *commodities* relevantes na pauta de exportações brasileiras, mas parte importante deste movimento de valorização de ativos deve-se às expectativas favoráveis quanto ao encaminhamento das questões estruturais. A aprovação da reforma da Previdência permitirá avançar nas demais reformas, com destaque para a trabalhista e a tributária, abrindo então espaço para uma aceleração mais forte do crescimento.

PROJEÇÕES

Os dados disponíveis apontam para um crescimento de 0,3% do PIB no primeiro trimestre de 2017, relativamente ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Este seria o primeiro trimestre com variação positiva do PIB na série com ajuste sazonal desde o último trimestre de 2014. Do lado da oferta, o crescimento seria explicado pela expansão do valor adicionado nos setores agropecuário e industrial – impulsionados, respectivamente, pela super-safra de grãos e pela recuperação da indústria de transformação. O setor de serviços ainda apresentaria variação negativa (-0,3%), mas em magnitude menor do que a observada nos trimestres anteriores – também indicando, portanto, certa melhora na margem. Do lado da demanda, o crescimento no primeiro trimestre se deveria fundamentalmente à contribuição positiva do setor externo e da retomada do processo de acumulação de estoques. O consumo apresentaria relativa estabilidade, ao passo que o investimento ainda cairia na margem – em ambos os casos, porém, sinalizando melhor desempenho relativamente aos últimos trimestres.

TABELA 1

Projeções: taxa de crescimento do PIB e seus componentes (2017-2018)

(em %)

	Observado		Previsto			
	2015	2016	2017 - 1º Trimestre		2017	2018
			Trim. / trim. Anterior (com ajuste sazonal)	Trim. / trim. do ano anterior		
PIB	-3.8	-3.6	0.3	-1.3	0.7	3.4
PIB - Indústria	-6.3	-6.3	0.7	-0.4	1.6	3.9
PIB - Serviços	-2.7	-2.7	-0.3	-2.4	0.0	2.9
PIB - Agropecuária	3.6	-6.6	7.1	5.2	6.0	4.0
Consumo - Famílias	-3.9	-4.2	0.1	-1.8	0.4	2.4
Consumo - Governo	-1.1	-0.6	0.2	0.0	0.3	0.4
FBCF	-13.9	-10.2	-0.7	-4.1	0.1	8.5
Exportações	6.3	1.9	2.9	0.4	3.3	3.8
Importações	-14.1	-10.3	1.9	7.6	3.5	8.5

Elaboração dos autores.

TABELA 2

Projeções: Variáveis macroeconômicas selecionadas (2017-2018)

	Observado		Previsto	
	2015	2016	2017	2018
Inflação - IPCA (% no período)	10.7	6.3	3.9	4.5
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	14.25	13.75	8.75	8.75
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	3.90	3.26	3.05	3.00

Elaboração dos autores.

O resultado positivo do PIB no primeiro trimestre é explicado, em grande medida, pela safra recorde de grãos, o que poderia indicar um crescimento apenas temporário da atividade econômica. Contudo, a retomada assenta também em fatores com efeitos mais persistentes que poderão afetar a trajetória econômica ao longo de todo o biênio 2017-18. Primeiro, a agenda de reformas levada adiante pelo Governo Federal tem aumentado a confiança dos agentes econômicos na recuperação do equilíbrio fiscal de longo prazo, bem como na superação de alguns dos entraves estruturais ao aumento da produtividade e do crescimento sustentado do país. Segundo, a queda da inflação abriu espaço para a redução da taxa de juros Selic pelo Banco Central do Brasil, provendo estímulos

crecentes à retomada de gastos de investimento e consumo. Terceiro, o aumento recente nos preços das principais *commodities* no mercado internacional, aliado à recuperação gradual da confiança na política macroeconômica doméstica, tem levado a um processo de valorização cambial que, de um lado, barateia insumos e equipamentos importados, propiciando condições para novos investimentos; e de outro lado, alivia o balanço das empresas endividadas em moeda estrangeira e reduz o custo do crédito externo – contribuindo ulteriormente para a redução do custo do capital no país.

Sob as hipóteses de que não haverá grandes mudanças no ambiente externo, que a situação política doméstica se estabilizará e que o país continuará avançando na estruturação de um arcabouço constitucional e infraconstitucional que dê suporte crível a um novo regime fiscal, os fatores supracitados poderão continuar ativos ao longo de 2017 e 2018, contribuindo para uma retomada mais sólida da economia.

Neste contexto, seria razoável esperar que o Banco Central fosse capaz de trazer a taxa Selic para 8,75% a.a. ao final de 2017 e mantê-la nesse nível durante 2018. A redução nos juros permitiria o aumento dos gastos de investimento e consumo, levando o PIB a apresentar taxas de crescimento crescentes a partir do segundo trimestre, fechando o ano de 2017 com crescimento de 0,7% e 2018 com crescimento de 3,4%.

Cabe notar que a retomada do crescimento seria facilitada pela elevada capacidade ociosa atualmente existente na economia, como demonstrado em *Nota Técnica* desta *Carta de Conjuntura* n° 34, que implicaria a possibilidade de voltar a crescer em prazo relativamente curto e sem fortes pressões inflacionárias.⁴ O processo de desinflação em curso continuaria ao longo de 2017 e a inflação poderia fechar o ano abaixo de 4%. Em 2018, à medida que a atividade acelerasse, permitindo a recomposição de margens pelas empresas, e a contribuição do aumento da oferta de alimentos se dissipasse, a inflação poderia voltar a subir levemente para níveis próximos da meta. Em sentido contrário, a menor inércia impediria pressões inflacionárias mais significativas. Os ambientes doméstico e externo favoráveis poderiam traduzir-se em uma taxa de câmbio relativamente estável em termos nominais, mas cadente em termos reais.

⁴ SOUZA-JÚNIOR, J. R. C. Capacidade Produtiva Ociosa Atual e Projeção para o Produto Potencial 2017-2018. *Carta de Conjuntura do Ipea*, v. 34, 2017.

Sob os estímulos da redução do custo de capital na economia e de um arcabouço macroeconômico mais sólido, bem como de avanços na agenda microeconômica e na política de concessões na área de infraestrutura, os investimentos poderiam crescer a taxas mais elevadas a partir do segundo semestre de 2017, liderar a retomada e acelerar o crescimento potencial da economia. O aquecimento da atividade econômica e a valorização cambial levariam as importações a crescerem acima das exportações, de modo que o crescimento não contaria com contribuição positiva da demanda externa. Os gastos públicos, por sua vez, estariam limitados pela restrição fiscal. Conseqüentemente, o crescimento no biênio 2017-18 deveria basear-se fundamentalmente na demanda privada doméstica: além do impulso dos investimentos, projeta-se recuperação gradual, mas também importante, do consumo das famílias – impulsionado, em um primeiro momento, pela redução da inflação e dos juros, pelo impacto positivo da liberação dos recursos do FGTS e pela estabilização das condições do mercado de trabalho; e, em um segundo momento, pela melhora no mercado de trabalho, consubstanciada no aumento das contratações e na redução do desemprego.

Esta é uma trajetória macroeconômica possível, mas fortemente condicionada à aprovação das reformas estruturais e à ausência de turbulências severas (domésticas ou externas). Há evidências de que o país se encontra diante de um cenário binário. A previsão aqui detalhada é a que leva em consideração um cenário benigno em termos de reformas. No entanto, uma eventual não aprovação das reformas, especialmente as questões mais relevantes da reforma da Previdência, pode sinalizar a inviabilidade da reversão da trajetória explosiva da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Nesse cenário alternativo, o custo de capital se elevaria rapidamente e, na prática, inviabilizaria as previsões aqui apresentadas.

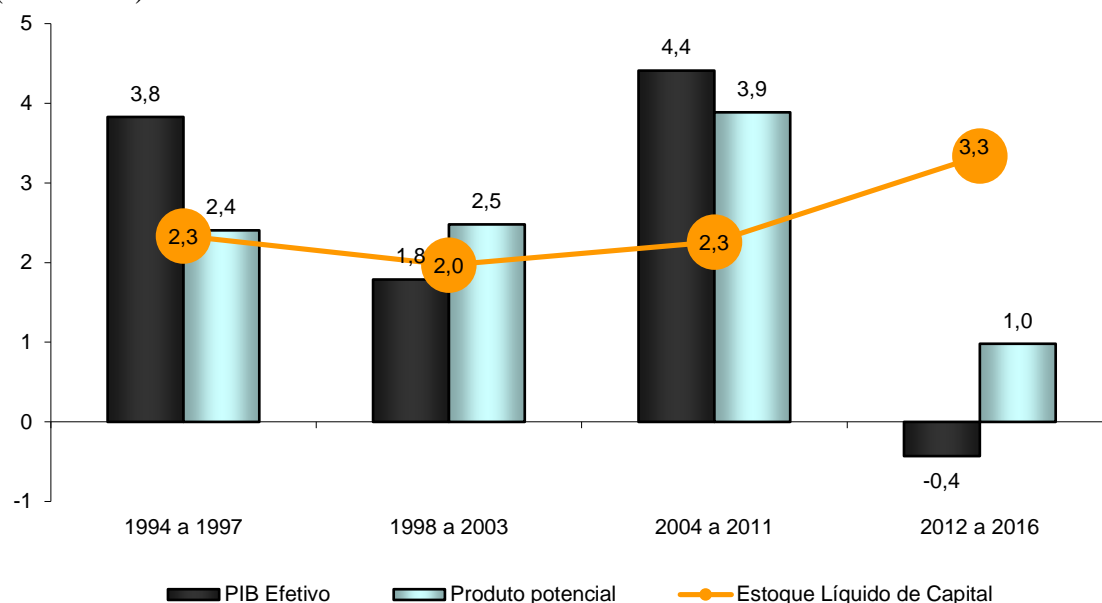
Para além de 2018, a sustentação do crescimento econômico exigirá a manutenção de um ambiente macroeconômico estável, calcado no tripé composto pelo regime de metas de inflação, câmbio flutuante e equilíbrio fiscal de longo prazo; e a implementação de reformas de cunho *microeconômico*, com foco no aumento da eficiência da economia na alocação de recursos por meio da redução de distorções nos mercados de trabalho e de capitais e na geração de um ambiente de negócios competitivo e propício ao investimento e à inovação. Neste sentido, será importante incentivar políticas horizontais. Não há mais espaço para ampliar os investimentos com base em crédito

direcionado subsidiado. Aliás, aumentar investimentos não significa necessariamente acelerar o crescimento, nem mesmo do produto potencial. Como mostra o gráfico 3, o último período considerado é marcado por uma ampliação significativa dos investimento e, por conseguinte, do crescimento do estoque de capital. Mas, ao contrário do que se poderia imaginar, as taxas médias de crescimento do PIB e do produto potencial foram muito ruins. Tal fato pode ser uma evidência de má alocação de fatores de produção (*misallocation*).

GRÁFICO 3

Taxas médias anuais de crescimento: PIB efetivo x produto potencial x estoque de capital

(Em % a.a.)



Fontes: IBGE e SOUZA-JÚNIOR (2017).⁵ Elaboração dos autores

⁵ SOUZA-JÚNIOR, J. R. C. Capacidade Produtiva Ociosa Atual e Projeção para o Produto Potencial 2017-2018. *Carta de Conjuntura do Ipea*, v. 34, 2017.