

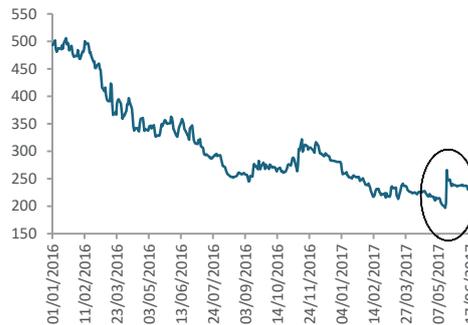
SEÇÃO IX

Visão Geral de Conjuntura

Apesar do aumento da incerteza nos últimos dois meses, a economia brasileira manteve a trajetória de retomada gradual da atividade. Após o impacto inicial dos eventos políticos ocorridos em maio sobre a taxa de câmbio, as taxas de juros de mercado e os índices acionários, houve certa estabilização seguida de recuperação parcial dos preços dos ativos. A manutenção desta relativa estabilidade econômica permanece, porém, condicionada à evolução do quadro político. Torna-se relevante, neste momento, reavaliarmos nossas projeções macroeconômicas sob um cenário com maior incerteza em relação à aprovação das reformas constitucionais ora em discussão no Congresso Nacional e já considerando os dados mais recentes de atividade econômica.

Há alguns fatores que podem ter contribuído para que, apesar das turbulências na esfera política, a situação econômica tenha se mantido sob controle – mesmo que o potencial de instabilidade ainda seja elevado. Em primeiro lugar, a economia internacional tem se mostrado relativamente favorável. O crescimento global tem se mantido acima do potencial, em especial na Europa e no Japão, mas o hiato do produto nesses países ainda é grande, o que garante a continuidade da política monetária expansionista nas duas regiões. Nos EUA, a frustração em relação à atividade econômica no primeiro trimestre parece ter sido superada, embora o ritmo de crescimento seja um pouco inferior ao que prevalecia no segundo semestre do ano passado, quando ganharam corpo as expectativas de um ajuste mais rápido da política monetária pelo Federal Reserve. Na China, as perspectivas também são relativamente favoráveis em termos da continuidade do crescimento a uma taxa em torno de 6,5% ao ano. Em todos os países, a inflação recuou em relação a 2016 e tem se mantido abaixo das metas dos respectivos bancos centrais, o que significa que a liquidez internacional tende a se manter elevada, estimulando o apetite pelo risco e, portanto, os fluxos de capitais para países emergentes. O CDS de cinco anos dos títulos soberanos brasileiros – uma medida de risco do país associada ao custo de proteção contra default – tem oscilado em torno dos 235 pontos, depois de ter superado os 260 pontos nos momentos iniciais da crise política, em maio. Antes disso, o risco-país oscilava em torno dos

GRÁFICO 1
Risco País (Credit Default Swap – CDS de 5 anos)
(Em pontos base)



Fonte: Bloomberg
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

José Ronaldo de Castro S. Júnior
Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Ipea

ronaldo.souza@ipea.gov.br

Paulo Mansur Levy
Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

paulo.levy@ipea.gov.br

Marco Antônio F. de H. Cavalcanti
Diretor adjunto da Dimac do Ipea

marco.cavalcanti@ipea.gov.br

SEÇÃO ELABORADA COM DADOS DIVULGADOS ATÉ O DIA 28/06/2017

200 pontos.



Em segundo lugar, os dados das contas externas brasileiras têm evoluído de forma favorável, com saldo em conta corrente do Balanço de Pagamentos positivo pelo terceiro mês consecutivo – causado tanto pelos fortes superávits comerciais como pelos deficits menores da conta de serviços. Apesar de refletirem um ambiente de fraca demanda interna, estes resultados ajudam a compor, junto com o elevado volume de reservas internacionais, um ambiente positivo que contribui para manter a taxa de câmbio sob controle.

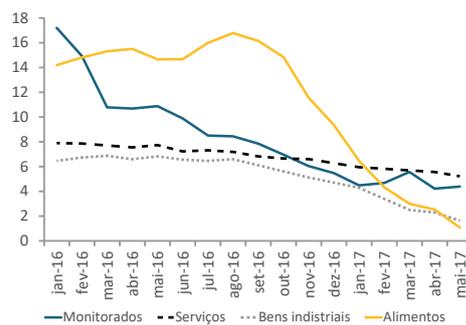
Por último, a queda acentuada da inflação, inclusive a surpresa favorável no resultado de maio, contrapôs-se à elevação dos juros de mercado que se seguiu ao aumento da incerteza. Nos últimos meses, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) vem intensificando sua trajetória de desaceleração, de tal modo que, até maio, a alta acumulada em 12 meses foi de 3,6%. Em que pese o fato de que boa parte deste recuo veio por conta da forte queda nos preços dos alimentos (1,1% nos últimos 12 meses), a tendência desinflacionária é disseminada e se verifica em todos os demais itens que compõem o índice. Desta forma, mesmo com a exclusão dos alimentos do cálculo do IPCA, a inflação em 12 meses até maio aponta alta de 4,1% - mantendo-se, portanto, abaixo do centro da meta. Na desagregação dos demais componentes do índice, observa-se que, à exceção dos serviços – que, apesar de significativa desaceleração, ainda apontam variação em 12 meses de 5,2% -, tanto a inflação dos administrados (4,4%), quanto dos bens industriais (1,8%) já se encontram em patamar inferior a 4,5%. Este comportamento benigno da inflação contribuiu para evitar alterações mais significativas da estrutura a termo da taxa de juros mesmo em um cenário de mais incerteza.

GRÁFICO 2
IPCA Total e IPCA Exclusive Alimentos
(taxa de variação em 12 meses, em %)



Fonte: IBGE
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

GRÁFICO 3
IPCA por Categorias
(taxa de variação em 12 meses, em %)



Fonte: IBGE
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

Além disso, as expectativas de inflação apontam para taxas inferiores à meta de 4,5% em prazos mais longos, mostrando-se compatíveis com a redução da meta para 4,25% em 2019. Diante desse quadro favorável, a intensidade da redução dos

juros pelo Banco Central dependerá de sua percepção em relação à chamada taxa real de juros neutra. Havia até recentemente clareza de que as reformas, tanto macro quanto microeconômicas, contribuiriam para reduzir essa taxa de juros estrutural, o que permitiria que a queda da Selic ocorresse mais rapidamente. Obviamente, o novo quadro político aumentou a incerteza em relação à aprovação das reformas e, portanto, quanto à estimativa da taxa neutra.

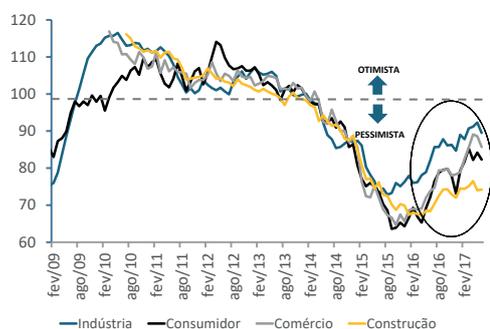
A reação do governo tem sido no sentido de manter o esforço para aprovação das reformas no Congresso. A perspectiva de que pelo menos a reforma trabalhista deve ser aprovada a curto prazo e de que a reforma previdenciária, ainda que tendo sua tramitação no Congresso atrasada, também tende a avançar, tem sido fator positivo para alimentar a percepção de que as mudanças estruturais – tão necessárias para a retomada sustentada do crescimento – seguem seu curso, mesmo que em ritmo mais lento que o desejável e com possíveis reduções de escopo.

Por outro lado, tem aumentado a preocupação com a situação fiscal, seja porque os gastos obrigatórios continuam crescendo a uma taxa elevada, seja porque a arrecadação vem decepcionando. No primeiro caso, a própria redução da inflação tem contribuído para aumentar o valor real dos gastos, como os benefícios previdenciários, que foram corrigidos por uma inflação elevada no início do ano, e os salários do funcionalismo, negociados em anos anteriores sob a influência de expectativas de inflação ainda elevadas. Nos primeiros quatro meses do ano, os pagamentos de benefícios previdenciários e assistenciais e de salários do funcionalismo (ativos e inativos) cresceram, em termos reais, 5,3% e 7,3%, respectivamente. Essa pressão dos gastos obrigatórios torna-se ainda mais dramática quando se considera que o total das despesas primárias federais caiu 4,3% em termos reais. Isto significa que a margem de redução dos demais gastos vem se estreitando rapidamente, colocando em risco a própria meta de resultado primário no curto prazo e a viabilidade da Emenda Constitucional (EC) 95, que limita o valor real dos gastos públicos federais no médio prazo.

Pelo lado da arrecadação, a recuperação mais lenta que o esperado reflete tanto o menor dinamismo da atividade econômica quanto o menor volume de receitas extraordinárias (especialmente concessões) nos meses iniciais do ano, em comparação a igual período do ano passado. Fica cada vez mais claro que o cumprimento da meta de déficit primário para este ano dependerá da recomposição dessas receitas extraordinárias, o que, por sua vez, ainda exigirá mobilização no Congresso para aprovar medidas que as viabilizem, como o novo Refis (Programa de Regularização Tributária) e o novo programa de repatriação de ativos.

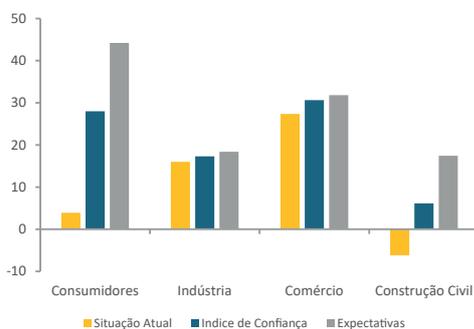
O aumento da incerteza sobre a viabilidade da meta fiscal e do ajuste fiscal de longo prazo tem turvado um cenário que já era complexo. Os indicadores de confiança empresarial mostraram queda acentuada em junho – no caso da indústria, a queda seguiu-se a três meses de crescimento, de março a maio, conforme os gráficos a seguir. Portanto, para impedir uma deterioração ainda mais forte das expectativas, é fundamental o cumprimento da meta fiscal este ano.

GRÁFICO 4
Indicadores de Confiança
(Séries dessazonalizadas)



Fonte: IBRE/ FGV
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

GRÁFICO 5
Indicadores de Confiança
(Variação acumulada desde dezembro de 2016)



Fonte: IBRE/ FGV
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

A recuperação mais forte do consumo tem esbarrado numa dinâmica de ajuste lento do mercado de trabalho e na recomposição ainda incipiente do crédito – tanto pelo lado da oferta, em que prevalece postura cautelosa por parte das instituições financeiras, quanto pelo lado da demanda, também caracterizada pela cautela e pela redução do endividamento por parte das famílias e empresas. Não obstante, os indicadores do comércio têm revelado crescimento das vendas: pela Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), as vendas reais do varejo em abril, no sentido restrito e no ampliado, cresceram 1% e 1,5%, respectivamente, enquanto o Indicador Sersa de atividade do comércio cresceu 0,6% em maio. Essa recuperação incipiente talvez já esteja refletindo alguma melhoria do mercado de trabalho: a criação de postos de trabalho formais (CAGED) foi positiva pelo segundo mês consecutivo em maio, e os salários de admissão têm crescido em termos reais. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra dos Domicílios Contínua (PNADc), os rendimentos médios reais cresceram 2,5% em abril frente a igual mês de 2016, e, embora a ocupação esteja caindo nessa comparação (-1,5%), o ritmo de queda tem desacelerado.

Projeções

Em síntese, a inflação, a economia internacional e as contas externas seguem em trajetórias benignas que ajudam a melhorar o ambiente macroeconômico brasileiro. O fator que claramente inibe uma retomada cíclica mais vigorosa é o problema fiscal. É evidente que a situação crítica das contas públicas não tem como ser resolvida com medidas tradicionais de ajuste de curto prazo, mas é necessário que se vislumbre a factibilidade do ajuste de longo prazo proposto pelo governo. Por isso, a mudança recente do quadro político afeta diretamente o nível de incerteza em relação às projeções macroeconômicas. Na Carta de Conjuntura anterior, trabalhamos com projeções condicionais a um cenário de aprovação mais rápida das reformas estruturais, em especial da reforma da previdência. A agilidade na realização das reformas vislumbrada na edição anterior desta publicação tornou-se, porém,

menos provável. Isso implica mudanças importantes em nossas projeções, que, agora, estão condicionadas a um cenário com incerteza mais elevada e, por conseguinte, com maior risco país e com o câmbio em trajetória oposta¹. Esse aumento da incerteza tem impactos negativos sobre a retomada da economia, com destaque para o comportamento esperado dos investimentos. Como é comum ocorrer em períodos de retomadas cíclicas, esperava-se que os investimentos fossem um dos principais drivers para o crescimento da demanda. Porém, esse componente do PIB é muito sensível ao nível de confiança sobre o desempenho futuro da economia. Como estamos trabalhando nesta edição com um quadro de incerteza mais elevada, nossas projeções passaram a apontar para variações mais modestas para o investimento – que ainda ficariam no terreno negativo neste ano e apresentariam um crescimento mais moderado no ano que vem.

Os dados mensais mais recentes – analisados detalhadamente na seção de Atividade Econômica desta Carta de Conjuntura – corroboram este cenário de retomada mais lenta do crescimento. Mais especificamente, os dados de confiança de junho da FGV já refletem esse aumento da incerteza.

As novas projeções também incorporam os dados mais recentes de atividade econômica, inclusive as Contas Nacionais Trimestrais referentes ao primeiro trimestre de 2017, que não estavam disponíveis quando da elaboração de nossas últimas projeções. Apesar do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) ter surpreendido positivamente no primeiro trimestre, este aumento deveu-se fundamentalmente ao avanço do setor agropecuário, ao passo que a recuperação da indústria e dos serviços revelou-se mais lenta do que previsto anteriormente – com repercussões negativas para o crescimento ao longo do ano.

No cenário aqui apresentado, supõe-se que as turbulências políticas afetem negativamente o ritmo de retomada econômica, mas não impeçam a continuidade deste processo. Sob esta hipótese, a atividade mantém a trajetória de retomada gradual, levando o PIB a crescer moderadamente em 2017 (0,3%) e de forma um pouco mais rápida em 2018 (2,3%). O crescimento em 2017 é explicado predominantemente pelo setor agropecuário sob a ótica da oferta, e por exportações líquidas e acumulação de estoques, sob a ótica da demanda. Em 2018, o crescimento se distribui de forma bastante homogênea entre os setores produtivos e entre os componentes da demanda.

No que se refere à trajetória da inflação, espera-se uma taxa de 3,5% em 2017 e de 4,3% em 2018. A moderada aceleração da inflação em 2018 é compatível com a redução esperada da taxa SELIC para 8,5% a.a. ao final do ano corrente – e manutenção deste patamar ao longo de 2018 -, a recuperação da atividade econômica e a taxa de câmbio mais desvalorizada, pressionada pelo cenário de maior incerteza. Na ausência de um maior grau de contaminação do ambiente econômico pela conjuntura política, não há, porém, sinais de descontrole inflacionário, com a inflação

¹ Anteriormente, usamos um cenário no qual o risco país permaneceria estável e a taxa de câmbio tenderia a estabilizar em nível mais valorizado.

convergindo para níveis próximos da nova meta fixada em 4,25% para 2019.



TABELA 1

Projeções: taxa de crescimento do PIB e se seus componentes
(Em %)

	Observado			Previsto			
	2015	2016	2017-T1	2017-T2		2017	2018
			Tri ano ant.	Tri ano ant.	No tri, dessaz. (*)		
PIB (var.% sobre período anterior)	-3,8	-3,6	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	2,3
PIB - Indústria (var.% sobre período anterior)	-6,3	-6,3	-1,1	-1,2	-0,6	0,3	2,5
PIB - Serviços (var.% sobre período anterior)	-2,7	-2,7	-1,7	-1,8	0,7	-0,2	2,1
PIB - Agropecuária (var.% sobre período anterior)	3,6	-6,6	15,2	11,5	-2,6	10,2	4,5
Consumo - Famílias (var.% sobre período anterior)	-3,9	-4,2	-1,9	0,0	0,9	0,2	2,1
Consumo - Governo (var.% sobre período anterior)	-1,1	-0,6	-1,3	-0,7	0,4	-0,1	0,4
FBCF (var.% sobre período anterior)	-13,9	-10,2	-3,7	-4,1	-1,0	-1,9	3,3
Export. (var.% sobre período anterior)	6,3	1,9	1,9	1,1	-0,4	2,9	2,7
Import. (var.% sobre período anterior)	-14,1	-10,3	9,8	-3,3	-5,3	2,0	5,1

Fonte: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

(*) Primeira divulgação das séries dessazonalizadas

TABELA 2

Projeções: variáveis macroeconômicas selecionadas
(Em %)

	Observado		Previsto	
	2015	2016	2017	2018
Inflação - IPCA (% no período)	10,7	6,3	3,5	4,3
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	14,25	13,75	8,50	8,50
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	3,90	3,26	3,45	3,60

Fonte: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti – Diretor Adjunto



Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Christian Vonbun
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Aurélio Alves de Mendonça
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Vinicius dos Santos Cerqueira
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Beatriz Cordeiro Araújo
Felipe dos Santos Martins
Luciana Pacheco Trindade Lacerda

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.