

## Recuperação econômica ganha fôlego, mas predominam os riscos negativos

Indicadores divulgados recentemente sinalizam que a economia brasileira fechou 2017 com a atividade econômica em aceleração, confirmando o cenário de recuperação este ano. Com a economia mundial também se acelerando, a política monetária ainda expansionista nos países desenvolvidos e o enfraquecimento do dólar, é possível que o crescimento do PIB surpreenda positivamente em 2018. No entanto, os riscos que se avistam no horizonte são predominantemente negativos.

Depois de crescer 0,2% no primeiro semestre de 2017, em relação ao mesmo período do ano anterior, o PIB deve ter registrado alta de 1,9% no segundo semestre, na mesma comparação. Esse resultado é explicado em grande medida pela recuperação do consumo das famílias, de -0,5% para 2,6%. No entanto, o investimento também tem surpreendido positivamente. Após se contrair em torno de 5% no primeiro semestre, o desempenho do segundo semestre já mostra uma expansão de 1,2% na mesma métrica. Embora esse resultado esteja longe de permitir recuperar a perda de 30% registrada durante a recessão, ele revela o esboço de uma retomada que pode vir a ser promissora.

Esses sinais positivos tendem a ser reforçados ao longo de 2018 pelo cenário externo ainda benigno e seus reflexos favoráveis sobre indicadores como risco-país e taxa de câmbio, bem como pela própria política econômica. A reancoragem das expectativas de inflação, em um contexto de ausência de pressão sobre os preços dos alimentos e inflação de serviços ainda em desaceleração, tem gerado um processo desinflacionário mais difuso e potencialmente duradouro de preços livres. Assim, o processo de afrouxamento monetário conduzido pelo Banco Central pode continuar e, mais importante, ser mais perene, com a perspectiva de que a taxa básica de juros possa alcançar 6,75% a.a. ao fim do ciclo de afrouxamento monetário.

Contudo, esse cenário está fundamentado em duas hipóteses importantes. A primeira supõe que o ambiente externo continuará favorável, com crescimento econômico robusto nos países desenvolvidos, conjugado com a ausência de pressões inflacionárias e ajustes apenas graduais nas suas respectivas taxas de juros. Nessa hipótese, os fluxos de capitais devem continuar abundantes para os países emergentes, sem produzir muita volatilidade nos mercados. Em segundo lugar, o cenário também se baseia na suposição de que não haverá muita turbulência nos mercados de ativos domésticos em função das incertezas eleitorais e políticas, bem como fiscais.

No entanto, sinais ambíguos no campo fiscal voltaram a aparecer neste início de ano. Além da tramitação de projeto de lei que permite a capitalização da Caixa, em operação de até R\$ 15 bilhões, com recursos do FGTS, surgiu também em janeiro a possibilidade de nova proposta de emenda constitucional, agora com o intuito de flexibilizar a “regra de ouro” das contas públicas, dispositivo constitucional que impede que o governo se endivida para pagar gastos correntes. Em meio a isso, a agência de *rating* Standard & Poor’s tomou a decisão de rebaixar mais uma vez a nota de longo prazo do Brasil. O motivo alegado é mais que previsível: a dificuldade de o governo fazer avançar medidas corretivas para solucionar o imbróglia fiscal do país.

O balanço de riscos da economia brasileira continua, portanto, assimétrico. Um retrocesso no processo de aprovação de reformas combinado com um cenário eleitoral turbulento – de onde se

explica toda a expectativa em relação à decisão do TRF-4 a ocorrer no dia 24/01 – pode afetar o risco-país, com reflexos desfavoráveis na taxa de câmbio, o que prejudicaria a consolidação da retomada econômica em curso.

Não se pode descartar, portanto, um cenário em que o quadro político alimente a incerteza sobre a trajetória das contas públicas e diminua a confiança de empresas e consumidores. Isso pode afetar a atividade, especialmente pelo lado do investimento, piorando o quadro fiscal. O Brasil parece aparelhado para lidar, no curto prazo, com as turbulências que podem daí advir, com contas externas equilibradas e espaço para acomodar uma desvalorização mais forte do real. O ambiente externo atipicamente benigno também deve ajudar, mas cada vez menos, dados os sinais de que os juros longos devem subir de maneira mais consistente este ano, levando potencialmente a um rearranjo mais significativo do portfólio dos investidores internacionais. Tudo isso vai estreitar o espaço que ainda temos para procrastinar na solução dos nossos problemas estruturais, em um contexto em que as incertezas política e econômica podem se retroalimentar negativamente.

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

- 1) Na seção de atividade econômica, os dados de curto prazo corroboraram projeções mais otimistas para o PIB no quarto trimestre. A projeção do IBRE/FGV, em particular, contempla alta de 0,2% TsT (2,4% AsA) ante 0,1% TsT (2,2% AsA). Com isso, a taxa de crescimento de 2017 subiu de 1,0% para 1,1%, enquanto que o crescimento esperado para 2018 permanece em 2,8%. [\(Seção 1\)](#)
- 2) Os dados de confiança também voltaram a avançar no quarto trimestre de 2017, com destaque novamente para os indicadores de expectativas. Os indicadores de situação atual também mostraram avanço, mas ainda se encontram distantes da zona de neutralidade. Entre os setores, a indústria é o segmento mais otimista, enquanto a melhora da percepção dos consumidores segue lenta. [\(Seção 2\)](#)
- 3) Na seção sobre mercado de trabalho, nossos analistas discutem a recuperação dos rendimentos reais, favorecidos pela expressiva desinflação da economia brasileira ao longo de 2017. Entre os setores, os serviços têm liderado os ganhos reais de salário desde o final de 2016. Em 2018, nossos analistas projetam crescimento de apenas 1% da renda real, em virtude do menor crescimento dos rendimentos nominais derivado da inflação extremamente baixa de 2017. [\(Seção 3\)](#)
- 4) Sobre inflação, nossos analistas discutem os motivos que levaram o mercado a superestimar a inflação de 2017, já que, no final de 2016, o Boletim Focus antecipava inflação de 4,9% para o ano passado, enquanto que o IPCA avançou apenas 2,95%. Foi o segundo maior erro dos últimos dez anos para previsões realizadas com antecedência de aproximadamente 12 meses sobre a inflação em determinado ano. Basicamente, foram as safras recordes de 2017, que terminaram por desinflacionar o segmento de alimentação domiciliar, as responsáveis pelo erro de projeção. [\(Seção 4\)](#)
- 5) Na política monetária, a questão relevante que se apresenta neste começo de 2018 tem a ver com as possibilidades de, no decorrer do ano, serem mantidos os estímulos monetários atualmente em operação no Brasil. Dado o tamanho de sua economia e de seus mercados financeiros, nossa atenção tem de se voltar agora para os EUA, cujos juros de política monetária

têm se mantido em patamares bastante modestos. Sem alteração expressiva desse quadro, é razoável esperar que a política do Banco Central do Brasil permanecerá expansionista no decorrer de 2018, dando fôlego adicional à economia brasileira. [\(Seção 5\)](#)

6) Na política fiscal, o resultado das necessidades de financiamento do setor público (NFSP) de novembro se mostrou muito favorável para o governo federal, em comparação a meses e anos anteriores. A sensação é de que os resultados sinalizam uma recuperação mais forte das estatísticas fiscais. No entanto, levando em conta todos os efeitos atípicos que afetaram o resultado acima da linha em novembro – eventos não recorrentes, alteração de padrões sazonais e aumento de alíquota tributária –, vemos que o bom resultado deve ser interpretado com cautela. [\(Seção 6\)](#)

7) Sobre setor externo, nossa analista avalia se as expectativas para a balança comercial de 2018 registradas no Focus podem estar superestimadas. Após o superávit recorde registrado em 2017, de US\$ 67 bilhões, o Focus projeta saldo de US\$ 53 bilhões para 2018. Se, por um lado, não são previstos possíveis choques positivos para uma expansão maior das exportações em 2018, por outro, surpresas com o desempenho das importações podem ocorrer caso as previsões de crescimento do PIB sejam frustradas. [\(Seção 7\)](#)

8) Na seção sobre o panorama internacional, a reprecificação da moeda americana é o tema. As evidências sugerem que o processo foi influenciado pela melhora significativa do crescimento na Europa e, portanto, pela queda do diferencial de crescimento entre a economia americana e a europeia. Os fatos de a periferia da Europa ter conseguido ajustar suas contas públicas e de a França ter eleito governo fortemente reformador sugerem que a reprecificação entre as economias pode ser mais permanente, sendo vetor a manter o dólar relativamente fraco no decorrer de 2018. [\(Seção 8\)](#)

9) No observatório político, dois eventos têm tudo para serem parâmetros fundamentais das eleições gerais que serão celebradas em outubro: o julgamento do recurso de Lula pelo Tribunal Regional Federal de Porto Alegre (TRF-4) e a votação da reforma Previdência, prometida para o dia 19 de fevereiro por Rodrigo Maia, presidente da Câmara dos Deputados. As combinações dos possíveis resultados dessas duas decisões de monta permitem que se esbocem quatro cenários para o pleito presidencial em termos da probabilidade de vitória de forças centristas e das chances de sobrevivência do atual sistema partidário. [\(Seção 9\)](#)

10) Na seção Em Foco IBRE, Paulo Lins expõe os resultados preliminares de seu artigo escrito em coautoria com Gian Paulo Soave, que analisa os impactos das políticas fiscais federal e estadual nas regiões brasileiras. Os resultados indicam que os multiplicadores sobre a atividade privada para um choque de gastos federais são bastante distintos entre as regiões brasileiras. Enquanto a região Nordeste apresenta um multiplicador de longo prazo médio da ordem de 1,00, o da região Sudeste é próximo a 0,40. O multiplicador médio na amostra é de cerca de 0,60, valor similar ao obtido pela literatura nacional. [\(Seção 10\)](#)

*Armando Castelar Pinheiro, Silvia Matos e Julio Mereb*

## 1. Atividade Econômica

### Dados de curto prazo favoráveis sugerem atividade econômica um pouco melhor no 4º trimestre

Em novembro, os indicadores de atividade econômica na indústria e no varejo apresentaram desempenho muito superior às expectativas do mercado, corroborando projeções de crescimento mais otimistas para o PIB no quarto trimestre. Nossa projeção, em particular, contempla alta de 0,2% TsT (2,4% AsA) para esse período (Tabela 1). Além disso, as atividades agropecuárias não devem alterar substancialmente a leitura do dado cheio, já que o PIB sem agropecuária deve registrar crescimento de 0,4% TsT (2,4% AsA) (Gráfico 1). A projeção de crescimento de 2017, por sua vez, subiu de 1,0% para 1,1%, ao passo que a de 2018 permanece em 2,8%. O Monitor do PIB-IBRE/FGV referente a novembro, finalmente, registrou crescimento de 0,3% MsM (2,6% AsA).

Em novembro, o desempenho do comércio varejista foi muito influenciado pelo calendário da *Black Friday*, que impactou principalmente as vendas de bens de consumo duráveis como mobiliário e eletrodomésticos. Levando em conta que em outubro houve, ao contrário, uma surpresa muito negativa na leitura do índice, resta saber como será o resultado do setor varejista em dezembro. É possível que as famílias tenham postergado as compras de outubro para novembro, de modo a aproveitar o calendário de expressivos descontos, ou, ao contrário, tenham antecipado as compras de Natal por essa mesma razão. Até o momento, os indicadores coincidentes de dezembro sugerem alguma acomodação das vendas no varejo em sequência ao resultado surpreendentemente favorável do mês anterior.

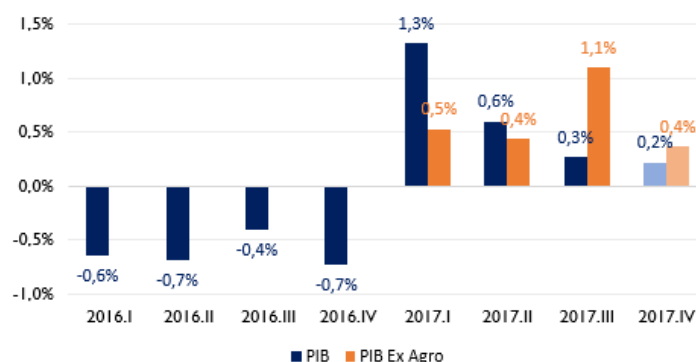
Na indústria, por sua vez, as surpresas ficaram concentradas nos grupos da

**Tabela 1: PIB: Projeções**

Atividades	2017.IV (TsT)	2017.IV (AsA)	2017
Consumo das Famílias	0,4%	2,9%	1,0%
Consumo do Governo	0,0%	-0,6%	-0,6%
Investimento	1,4%	3,0%	-2,0%
Exportação	-0,6%	9,7%	5,3%
Importação	2,4%	9,2%	5,3%
<b>PIB</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,1%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-0,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>12,8%</b>
<b>Indústria</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-0,1%</b>
Extrativa	0,7%	2,6%	5,0%
Transformação	1,0%	5,0%	1,4%
Construção Civil	-0,5%	-1,9%	-5,1%
Eleticidade e Outros	0,1%	0,5%	1,1%
<b>Serviços</b>	<b>0,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,3%</b>

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

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



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.



indústria extrativa, cujo desempenho foi bem melhor do que o indicado pelos dados fracos de produção de petróleo de novembro; e de bens intermediários e de bens de consumo duráveis, que apresentaram crescimento bastante positivo na divulgação. Para dezembro, os indicadores coincidentes disponíveis apontam mais um resultado robusto da produção industrial. Destaque-se também o desempenho benigno da absorção de máquinas e equipamentos, beneficiada tanto pelo crescimento da produção quanto pela retomada das importações de bens de capital, sugerindo um resultado provavelmente bom para o investimento no PIB do quarto trimestre.

Além dos dados de atividade econômica favoráveis no curto prazo, o ciclo de chuvas do fim do ano passado e início deste ano trouxe também algum alívio para o nível dos reservatórios, que, entretanto, continua em patamar desconfortável e historicamente baixo. O cenário de uso intensivo de térmicas ao longo de 2018 ainda permanece como o mais provável, o que deve afetar desfavoravelmente não só as tarifas de energia elétrica, mas também o PIB do setor de eletricidade.

Com esse cenário delineado, nossa expectativa é de que a economia brasileira cresça 1,1% em 2017 e 2,8% em 2018, contando com impactos defasados do ciclo de queda da taxa básica de juros e do patamar bem-comportado do câmbio, influenciado pelo ambiente externo ainda positivo. As recentes notícias no campo fiscal, contudo, continuam adicionando incertezas ao cenário prospectivo da economia brasileira, agravadas pelo pleito eleitoral deste ano que permanece muito indefinido.

*Silvia Matos e Julio Mereb*

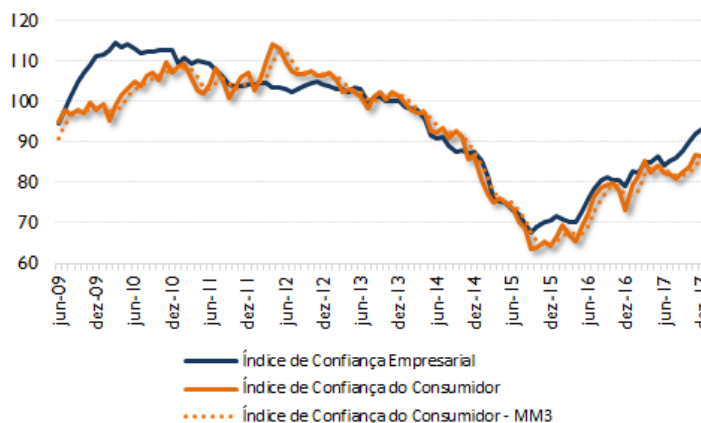
## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Sinais de aceleração da oferta de emprego

Os índices de confiança voltaram a avançar no quarto trimestre de 2017, com destaque para os indicadores de expectativas: o Índice de Expectativas do Consumidor fechou o ano em 95,7 pontos e seu equivalente Empresarial bateu a marca dos 100 pontos, alcançando a região de otimismo pela primeira vez desde novembro de 2013.

Os indicadores de situação atual também avançaram, mas continuam distantes da zona de neutralidade, um reflexo da percepção de recuperação lenta face à duração e amplitude da recessão finda em 2016. A avaliação do ambiente de negócios pelos empresários vem melhorando nos últimos meses com a recuperação gradual das margens de lucro, mas a melhora da percepção

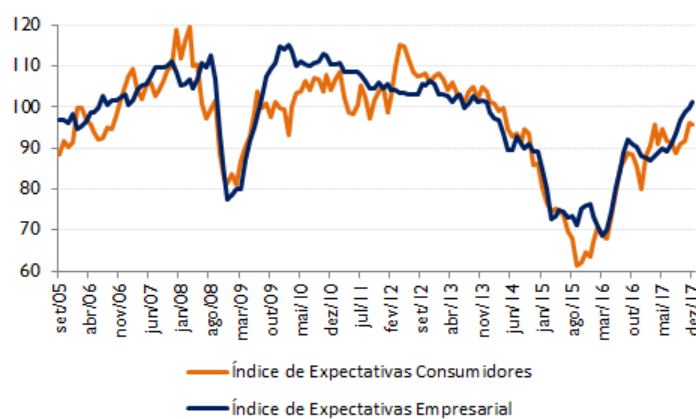
**Gráfico 2: Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor**  
(Dados padronizados e dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

dos consumidores segue lenta. As sondagens retratam um consumidor que percebe o rumo favorável da inflação e dos juros e está otimista com relação às perspectivas de aumento da oferta de emprego nos próximos meses. O problema continua sendo a dificuldade enfrentada por um grupo ainda expressivo da população em conseguir restabelecer o equilíbrio orçamentário doméstico, dada a recuperação ainda tímida do mercado de trabalho até aqui.

**Gráfico 3: Índices de Expectativas Empresarial e do Consumidor**  
(Dados padronizados e dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

No caso das empresas, chamam a atenção as sinalizações mais favoráveis de intenção de contratações. No quarto trimestre de 2017, pela primeira vez desde meados de 2014, houve mais empresas prevendo contratar que demitir nos meses seguintes, na média dos quatro grandes setores pesquisados. Esse tipo de resultado costuma antecipar períodos de sustentação do emprego formal em território positivo.

A Indústria é segmento mais otimista, com uma diferença média entre a frequência de empresas prevendo aumentar e a de empresas prevendo diminuir o total de pessoal ocupado de 4,6 pontos no quarto trimestre de 2017. Nesse setor, as boas perspectivas para a oferta de emprego podem ser atribuídas à combinação de estoques equilibrados e projeções favoráveis para a evolução das demandas interna e externa. No Comércio, o saldo médio do indicador de emprego ficou em 1,4 ponto no quarto trimestre, seguido pelos Serviços, com 0,1 ponto. As dificuldades que o setor da Construção continua a enfrentar refletem-se no saldo ainda negativo, de -9,2 pontos.

A retomada do ímpeto para contratações pelo setor produtivo é percebida pelos consumidores, que registraram em dezembro passado uma diferença de 21 pontos entre os que projetam melhora do mercado de trabalho nos seis meses seguintes e a parcela dos que preveem piora, o maior saldo da série histórica.

A velocidade e o grau de disseminação da recuperação do mercado de trabalho (e dos investimentos) em 2018 colaborarão na determinação do ritmo de retomada possível para a demanda interna nos próximos meses. Nesse sentido, o quadro atual, de otimismo moderado dos agentes econômicos, pode contribuir para a sustentação da recuperação econômica, ainda que

**Tabela 2: Expectativas sobre Mercado de Trabalho**

(Saldo de respostas, dados padronizados e dessazonalizados)

Emprego Previsto	Indústria	Serviços	Comércio	Construção	Empresarial	Consumidor
2º Tri	-3,7	-3,8	1,1	-17,1	-5,7	4,4
3º Tri	-0,3	-2,1	-3,2	-16,4	-1,5	3,6
4º Tri	4,6	0,1	1,4	-9,8	4,3	15,6
dez-17	8,0	-0,3	4,6	-9,2	6,1	21,1

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

novos avanços tendam a ser parcialmente contidos pelos níveis ainda elevados de incerteza em relação ao cenário político e de reformas.

*Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Blttencourt*

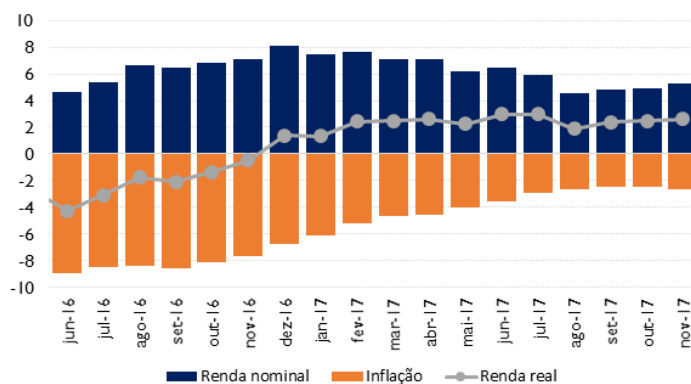
### 3. Mercado de Trabalho

#### Renda real deve crescer menos em 2018

Os últimos resultados do mercado de trabalho brasileiro revelam continuidade da trajetória de recuperação. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) segue em trajetória de queda. O índice atingiu 12,0% em novembro, contra 12,2% no mês anterior. Já o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) apresentou, em novembro, um saldo negativo de 12 mil. Este número frustrou as expectativas, visto que o mercado projetava um resultado superavitário da ordem de 20 mil empregos. No entanto, o número de novembro, apesar de ter ficado abaixo do esperado pelos analistas, representou uma melhora significativa em relação ao saldo verificado no mesmo mês de 2016, quando houve perda de 116 mil postos de trabalho.

Em conjunto com a paulatina recuperação do emprego, o rendimento real também continua a subir. Cabe, portanto, realizar uma análise mais detalhada desse crescimento na renda real. Ele pode ser decomposto em dois fenômenos: (i) o crescimento de reajustes nominais dos salários e/ou (ii) a queda na inflação. O Gráfico 4 ilustra a decomposição do crescimento da renda real entre os fatores apontados. A forte queda na inflação, observada ao longo de 2017, engendrou um ganho real nos salários, visto que os reajustes nominais tendem a ser baseados na inflação do ano anterior, que estava em um patamar mais elevado. A combinação desses efeitos criou um desempenho favorável para o rendimento real no período recente.

**Gráfico 4: Decomposição da Renda Média Real (AsA, %)**



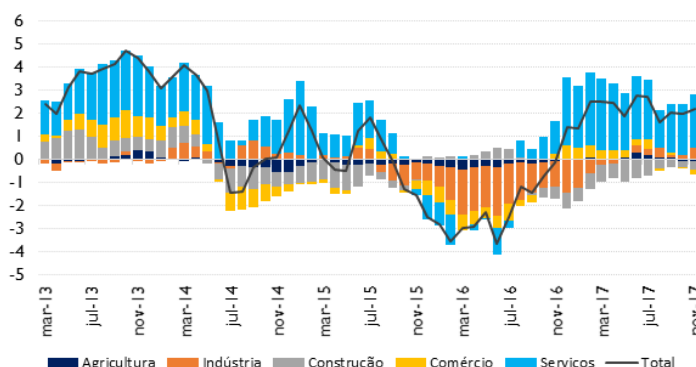
Fonte: PNAD / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Como demonstrado pelo Gráfico 5, quando se analisa o crescimento do rendimento por setores, observa-se que os serviços têm impulsionado o aumento do salário real desde agosto de 2016, quando houve reversão da trajetória de queda, passando-se para fortes taxas de crescimento. Ao mesmo tempo, o setor industrial influenciou positivamente a taxa agregada de crescimento da renda, já que os rendimentos deixaram de apresentar taxas negativas a partir de junho de 2017. É relevante notar que a indústria foi um dos principais motivos para explicar a queda nos rendimentos ao longo de 2016.

Por outro lado, como exposto pelo Gráfico 6, uma análise da dinâmica do rendimento por vínculo revela forte influência de três fatores. Em primeiro lugar, as significativas taxas geradas pela expansão da renda dos empregadores, que explicam a maior parte do crescimento agregado.<sup>1</sup> Em segundo lugar, a reversão da tendência de queda da renda dos trabalhadores “conta-própria” em setembro de 2017. Em terceiro, o arrefecimento da redução da renda dos trabalhadores com carteira assinada, a partir do início de 2017.

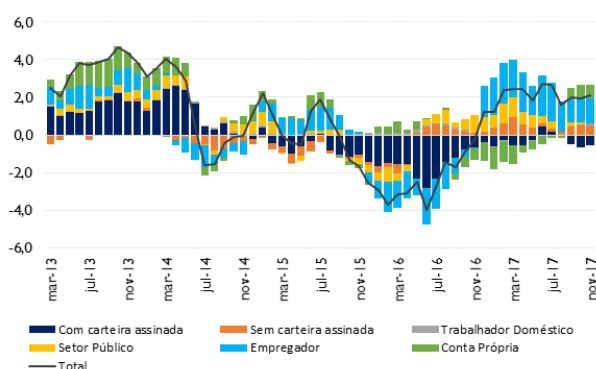
Contudo, esperamos uma mudança desse quadro de crescimento expressivo dos rendimentos reais, uma vez que o poder de barganha dos trabalhadores para elevados reajustes nominais será reduzido em 2018, devido à queda da inflação ao longo de 2017. Por isso, com a manutenção de uma inflação em baixos níveis e queda no crescimento nominal dos salários, projetamos uma diminuição das taxas de crescimento da renda real em 2018 (ver Gráfico 7). Essas taxas sairão de um patamar de 2,5%, apresentadas em 2017, e chegarão a 1%, no final de 2018, refletindo a redução que deve ocorrer nos reajustes nominais.

**Gráfico 5: Decomposição da Renda Média Real por Setores (AsA, %)**



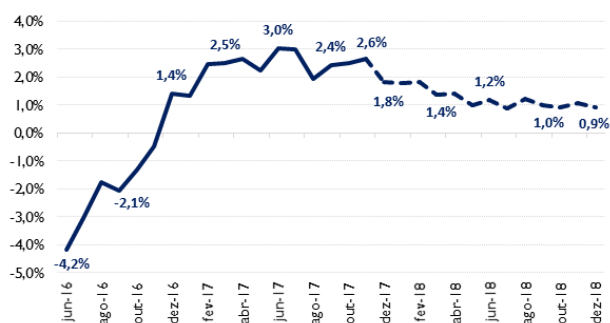
Fonte: PNAD / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 6: Decomposição da Renda Média Real por Vínculos (AsA, %)**



Fonte: PNAD / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 7: Evolução da Renda Média Real (AsA, %)**



Fonte: PNAD / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Bruno Ottoni Eloy Vaz e Victor Bridi de Souza**

<sup>1</sup> Parte expressiva desse crescimento observado na renda dos empregadores advém da existência de um *outlier*. No entanto, a renda real do empregador continua a apresentar crescimento significativo, mesmo que seja retirado o referido *outlier*. Logo, o fenômeno retratado no gráfico 3 parece ser suficientemente disseminado para justificar o destaque conferido no texto.



## 4. Inflação

### Alimentos: âncora da inflação de 2017

No final de 2016, era difícil acreditar que o IPCA avançaria apenas 2,95% em 2017. Naquela época, quem consultasse o Boletim Focus veria que o mercado antecipava inflação de 4,9% para o ano passado. Com o passar dos meses, as safras superaram as expectativas e as previsões gradualmente passaram a incorporar maior influência baixista dos alimentos na composição da inflação. Em outubro de 2017, o Boletim Focus já indicava inflação de 2,95%, número que acabou sendo confirmando com a divulgação do IPCA de dezembro.

Com o resultado abaixo de 3%, a inflação de 2017 alcançou o menor patamar desde 1998. Naquele ano, sob o efeito da crise financeira na Ásia e depois na Rússia – e a consequente alta dos juros reais no Brasil sob o regime de câmbio semifixo, e seu efeito paralisador da atividade –, economia brasileira registrou inflação de 1,67%.

Diferente do que ocorreu em 1998, em 2017 o recuo da inflação não contou com a contribuição de todos os grupos do IPCA. Três classes de despesa, que respondem por mais de 30% do índice oficial, Habitação, Saúde e Cuidados Pessoais e Educação, registraram inflação superior à meta. Em especial Saúde (6,52%) e Educação (7,11%), cujas taxas avançaram mais que 6,5%. Os preços monitorados tiveram importante participação na taxa acumulada por tais grupos, principalmente: Planos de Saúde (13,53%), Taxa de Água e Esgoto (10,52%) e Tarifa Elétrica (10,35%).

Na contramão desse movimento estava o grupo Alimentação e Bebidas, acumulando queda de 1,85% em 2017. Com a meteorologia a nosso favor, gêneros alimentícios importantes apresentaram queda em seus preços, como feijão-carioca (-46,06%), açúcar cristal (-22,32%), arroz (-10,86%) e leite (-8,44%). O recuo da inflação desse grupo só não foi mais expressivo devido ao comportamento dos preços da Alimentação Fora do Domicílio, subgrupo cuja taxa avançou em média 3,83% no ano passado.

O bom comportamento dos preços dos alimentos – que estava fora do radar de quem previa, no final de 2016, a inflação de 2017 – fez com que à época o Boletim Focus antecipasse inflação de 4,9% para o ano passado, quase dois pontos percentuais acima do verificado. Foi o segundo maior erro dos últimos dez anos para previsões realizadas com antecedência de aproximadamente 12 meses sobre a inflação em determinado ano. O erro relativo a 2017 foi superado apenas pela previsão para 2015, que era de 6,71%, enquanto a inflação efetiva naquele ano acabou sendo de 10,67%.

Dessa forma, o grupo Alimentação e Bebidas funcionou como âncora da inflação em 2017. Essa contribuição fica visível ao se excluir o subgrupo Alimentação no Domicílio do cálculo do IPCA. Nesse caso, a variação acumulada em 12 meses passa de 2,95% para 4,40%, mostrando que os demais preços registraram inflação mais próxima da meta.

Safras como a de 2017 são raras. O clima mais chuvoso neste início de 2018 está contribuindo para a elevação dos níveis dos reservatórios, o que poderá mitigar o aumento da conta de energia. Para a agricultura, no entanto, a regularidade das chuvas é mais importante do que sua

intensidade. Chuvas em excesso atrapalham tanto o plantio quanto a colheita, reduzindo a oferta. Por tais circunstâncias, a Alimentação no Domicílio pode subir 3% em 2018, aumentando sua influência sobre a inflação. O mesmo destino parece reservado para bens duráveis, que podem terminar 2018 em terreno positivo. Apesar disso, tais pressões altistas serão compensadas por aumentos menores para preços administrados. Esses serviços devem subir 5,0% em 2018, abaixo dos 7,99% registrados em 2017. O saldo resultante de tais pressões deve revelar inflação próxima de 4% para 2018 e, portanto, em linha com a taxa antecipada pelo mercado e abaixo da meta para inflação.

*Salomão Quadros e André Braz*

## 5. Política Monetária

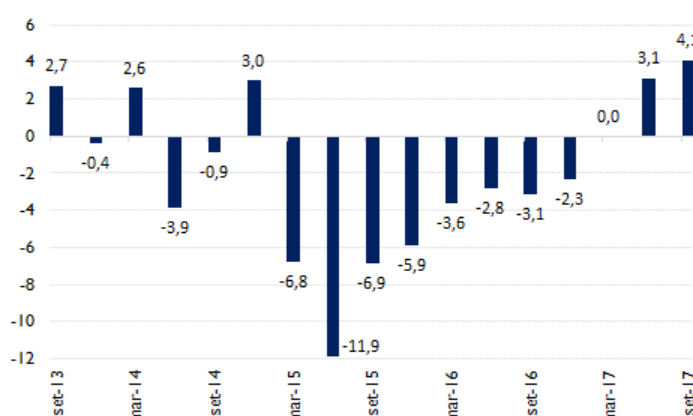
### A provável permanência dos estímulos monetários em 2018

Perguntado certa vez sobre se, diante de um quadro recessivo, a economia tem condições de sozinha retornar a uma situação de pleno emprego, Stanley Fischer respondeu: “Ah, sim. Mas apenas no muito, muito longo prazo”. Implícita em tal resposta está a ideia de que, pela mobilização de suas próprias forças, a economia é capaz dar início a um processo de recuperação econômica, mas isto não é suficiente para assegurar o retorno à plena capacidade produtiva. Para realmente voltar ao pleno emprego, faz-se necessário conceder estímulo extra à economia, por meio da administração da política econômica. Muito provavelmente, Fischer pensava em estímulos de política monetária, que, nas últimas décadas, passou a ser reconhecida como o mais adequado instrumento para tal fim.

Esse raciocínio parece aplicável ao caso atual de recuperação da economia brasileira. De um lado, não parece haver dúvida de que movimentos de readaptação e de recomposição de forças encontram-se em pleno funcionamento. É o indivíduo que perdeu o emprego no mercado formal e agora, de algum modo, se vira na informalidade. É o outro que resolve trabalhar por conta própria. Na luta pela reintegração ao sistema produtivo, as pessoas se readaptam. E isso leva tempo. De outro lado, é fácil aceitar o raciocínio de que somente por esses meios a economia não se recuperaria plenamente. E foi por isso que, uma vez resgatada sua credibilidade, a atual direção do Banco Central adotou política monetária expansionista, com bons resultados.

O Gráfico 8 ilustra o desempenho recente da chamada absorção doméstica, em termos reais, desconsideradas as variações de

**Gráfico 8: Variação (TsT, %) Anualizada da Absorção Doméstica (Sem Estoques)\***



\*consumo das famílias + consumo do Governo + investimentos.

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

estoque. Como é possível observar, no segundo trimestre do ano passado, a absorção cresceu 3,1%, em termos anualizados. No terceiro trimestre, a taxa de crescimento mostrou-se ainda mais expressiva, atingindo 4,1% ao ano. A curto prazo, não há recuperação possível sem um bom desempenho da demanda.

O fato de os juros reais ex-ante de um ano terem atingido pouco menos de 3,0% deixa claro o caráter expansionista da política monetária. Bem abaixo do que se supõe ser o patamar real de juros neutros no Brasil, tal número alivia sobremaneira a situação patrimonial de indivíduos e empresas, levando-os a ampliar seus dispêndios.

A questão relevante que se apresenta neste começo de 2018 tem a ver com as possibilidades de, no decorrer do ano, serem mantidos os estímulos monetários atualmente em operação. Para bem compreender isso faz-se preciso ter em mente a situação atual e prospectiva das condições financeiras internacionais. O antigo entendimento de que países praticantes de regime cambial fixo perdem a liberdade para conduzir autonomamente sua política monetária certamente permanece válido. Muitos não notam, porém, que, mesmo sob regime flexível de câmbio, tal liberdade pode ficar comprometida. E isso decorre do alto grau de integração financeira internacional hoje prevalecente.

Dado o tamanho de sua economia e de seus mercados financeiros, nossa atenção tem de se voltar para os EUA, em particular para a política do Fed. Nesse país, os juros de política monetária têm sido mantidos em patamares modestos, em razão de a inflação estar abaixo da meta e da queda recente do nível real de juros de equilíbrio. Em parte por isso, nos últimos dois anos tem prevalecido grande apetite por risco de países emergentes, movimento este que provocou generalizada apreciação das moedas locais, em particular no Brasil, facilitando a condução da política monetária. Dada a ausência de fatores objetivos capazes de nos levar a prever alteração expressiva desse quadro, é razoável esperar que a política do BC permanecerá expansionista no decorrer de 2018, dando fôlego adicional à economia brasileira.

*José Júlio Senna*

## **6. Política Fiscal**

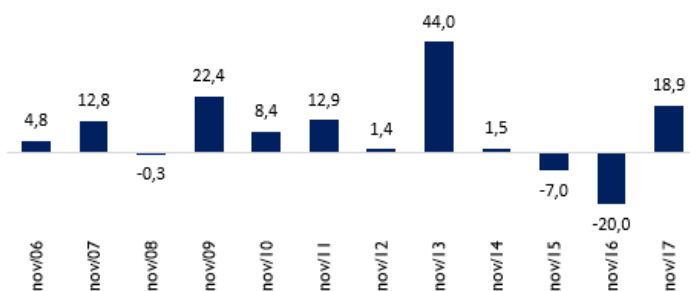
### **O resultado fiscal realmente surpreendeu?**

O resultado de novembro das necessidades de financiamento do setor público (NFSP), divulgado em 28 de dezembro pelo Banco Central, se mostrou muito favorável para o governo federal, em comparação a meses e anos anteriores. A sensação é de que os resultados sinalizam uma recuperação mais forte – Gráfico 9. Contudo, quando entendemos os fundamentos desse resultado, vemos que devem ser interpretados com mais cautela.

Novembro foi um mês com muitas atipicidades, tanto do ponto de vista das receitas quanto das despesas do governo central.

Houve receita extra de R\$ 12,1 bilhões derivada da concessão de quatro usinas hidrelétricas em setembro deste ano, mas com efeito no resultado primário somente em novembro. Além dessa receita com concessões, que já explica cerca de 64% do resultado de novembro, houve ainda arrecadação de R\$ 4,4 bilhões referente aos programas de regularização tributária (PRT/PERT) e aumento de R\$ 1,7 bi (na comparação com nov/16) em PIS/COFINS sobre combustíveis, fruto principalmente da elevação da alíquota sobre gasolina e diesel.

**Gráfico 9: Primário (acima da linha) Gov. Federal (sem INSS) e Bacen - R\$ bilhões constantes a preços de novembro de 2017**



Fonte: STN. Elaboração: IBRE/FGV.

Pelo lado das despesas, quando comparado com novembros de anos anteriores, pode-se observar uma redução no volume de gastos com sentenças judiciais e precatórios, mas que se deveu à antecipação, este ano, desses pagamentos, que foram realizados em maio, em vez de novembro.

Dessa forma, levando em conta todos esses efeitos atípicos que afetaram o resultado acima da linha do governo federal em novembro, notamos que a maior parte do bom resultado apresentado não é fruto de uma melhora da atividade econômica, mas sim de fatores não recorrentes, alteração de padrões sazonais e aumento de alíquota tributária. Para fins de sinalização de recuperação fiscal, essas questões devem ser levadas em conta.

De qualquer forma, os números do ano de 2017 fechado – que ainda serão divulgados oficialmente – apontam um resultado primário abaixo da meta prevista, além de mais um mês (dezembro) de bom desempenho da arrecadação.

Quanto aos juros nominais do setor público consolidado, nota-se a continuidade da sua redução em proporção do PIB desde 2016. Dentre outros fatores, contribuíram para a queda dos juros nominais pagos a redução da Selic e da inflação.

Dessa forma, diante de resultado primário melhor e juros em queda, a dívida bruta do governo geral manteve certa estabilidade entre novembro e outubro, ficando em 74,4% do PIB. A perspectiva é de que, entre este ano e o próximo, a dívida bruta fique estável, se houver a devolução, por parte do BNDES, dos empréstimos que o Tesouro fez ao banco.<sup>2</sup>

**Vilma da Conceição Pinto**

<sup>2</sup> Para maiores detalhes sobre a análise prospectiva, ver artigo (“(Falta de) Perspectivas para a política fiscal em 2018” – Vilma Pinto e José Roberto Afonso) no blog do IBRE. Disponível em: <http://blogdoibre.fgv.br/posts/falta-de-perspectivas-para-politica-fiscal-em-2018>

## 7. Setor Externo

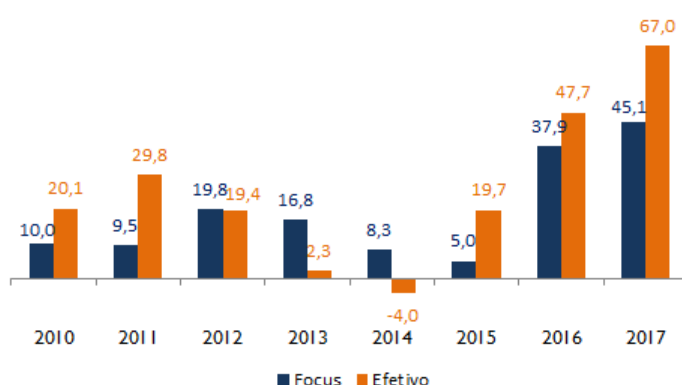
### Balança comercial: a projeção do Focus para 2018 está acurada?

No ano de 2017, o superávit da balança comercial atingiu seu valor recorde, US\$ 67 bilhões. Os resultados de 2017 ajudam na previsão para 2018?

Selecionamos o histórico de previsões do saldo da balança publicadas pelo Relatório Focus do Banco Central no início de cada ano (Gráfico 10). Os erros de previsão parecem estar associados às dificuldades de antever mudanças de tendências. Após o recuo do crescimento no comércio mundial em 2009 não se imaginava, no início de 2010, que o efeito China iria produzir um *boom* de preços de *commodities* (cesta de *commodities* exportadas pelo Brasil com aumento de 31% entre 2009 e 2010) que manteria o seu vigor até o início de 2012. A previsão de saldo foi subestimada em 2010 e 2011 e acertou-se em 2012. Em 2013 e 2014, as previsões superestimam os saldos, num cenário de moeda valorizada e queda de preços das *commodities*. Posteriormente, as previsões voltam a subestimar os saldos. O efeito da recessão levou a uma queda nas importações superior ao recuo das exportações em 2015 e 2016. Nesse caso, não foi prevista a magnitude da recessão.

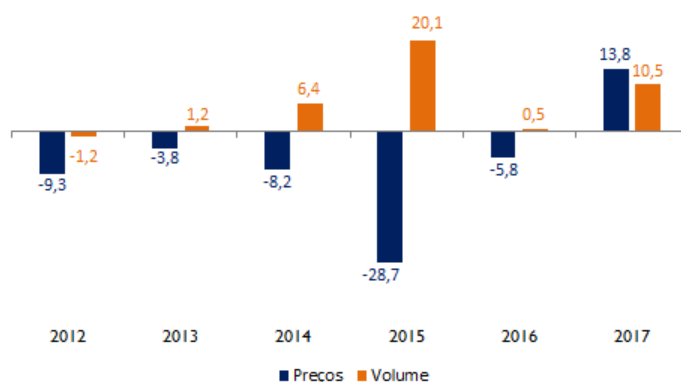
Em 2017, o ano fechou com superávit recorde no valor de US\$ 67 bilhões e, no final de janeiro, o Focus previa um superávit de US\$ 45,1 bilhões. No “Indicador de Comércio Exterior - ICOMEX” ([portalibre.fgv.br](http://portalibre.fgv.br), em Tendências Econômicas), fizemos uma análise detalhada dos resultados de 2017. Aqui, como a questão é pensar o que poderá ocorrer em 2018, destacamos alguns pontos.<sup>3</sup>

**Gráfico 10: Saldo da Balança Comercial (em US\$ bilhões): Relatório Focus (Janeiro) e Saldo Efetivo Final de Ano**



Fontes: Relatório Focus, Banco Central do Brasil e SECEX/MDIC.  
Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 11: Variação (%) Anual do Volume e dos Preços das Exportações de Commodities**



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

<sup>3</sup> Alguns desses pontos foram explorados e descritos no Blog do IBRE ([blogdoibre.fgv.br](http://blogdoibre.fgv.br)) em 04/01/2018.

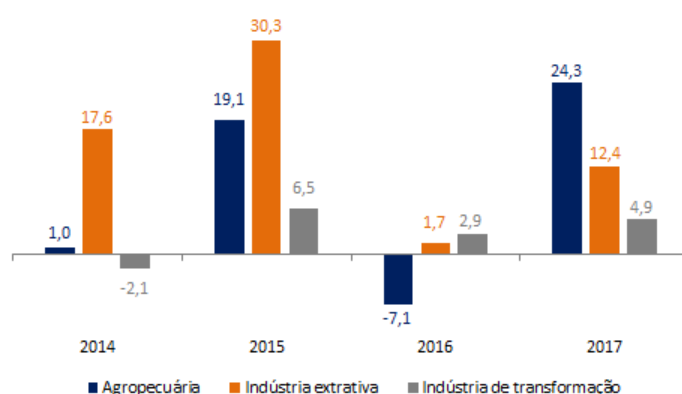


As exportações cresceram 17,6% entre 2016 e 2017, lideradas pelas *commodities* que contribuíram com 77% deste aumento. O que diferenciou 2017 dos anos pós-*boom* de preços foi a coincidência de aumento de preços (13,8%) e de volume (10,5%), como mostra o Gráfico 11. Observa-se que, em 2015, apesar do crescimento de 20% no volume exportado, a queda de 28,7% nos preços levou a uma redução no valor exportado.

Não se espera que os preços das *commodities* registrem aumentos como os de 2017, que representaram uma recuperação em relação aos baixos níveis de 2015/2016, em especial minério de ferro (variação de 44% entre 2016/17) e petróleo e derivados (32%). O aumento do volume depende do crescimento do comércio mundial, que deverá ser menor em 2018 do que o projetado para 2017 (ao redor de 3,5%), que também partiu de uma base baixa (o crescimento entre 2015/16 foi de 1,3%). Mesmo supondo que o nosso principal comprador, a China, registre crescimento do PIB de 6%, a expansão do valor exportado das *commodities* deverá ser inferior ao de 2017 (25%), ficando ao redor de 3% a 5%. É um número “qualitativo” – a mensagem básica é que as *commodities* crescerão menos que em 2017 e, logo, o crescimento de dois dígitos das exportações passa a depender das manufaturas.

Em 2017, como mostra o Gráfico 12, o volume exportado pela indústria de transformação cresceu 4,9% em relação a 2016. Um crescimento menor do que o da agropecuária e da indústria extrativa, que concentram as principais *commodities* exportadas.

**Gráfico 12: Variação (%) Anual do Volume Exportado por Tipo de Indústria**



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

Observa-se que o crescimento em volume das exportações na indústria de transformação foi liderado pelos bens de consumo duráveis (36,2%, entre 2016 e 2017). A expansão das vendas externas de automóveis, que explica o desempenho desses bens, foi beneficiada pela ampliação das cotas negociadas com os parceiros sul-americanos e o México, além da antecipação de reduções tarifárias. A Argentina, que explica 70% das exportações brasileiras de automóveis, teve queda de PIB em 2016 (-2,2%), cresceu 2,4% em 2017 e deve crescer 2,5% em 2018 (previsão do FMI). Não descartamos que novos acordos (com a Colômbia, em dezembro de 2017, e outro com o Paraguai para venda de carros populares) possam assegurar aumento das exportações de automóveis, mas não é o suficiente para compensar o menor aumento das vendas de *commodities*.

Supondo um câmbio mais desvalorizado, na ordem de R\$/US\$ 3,4/3,5, e com o mercado interno em crescimento, não antevemos qual evento inesperado poderá levar a um aumento das

exportações similar ao de 2017. Logo, menor crescimento das exportações totais, que, num cenário otimista, deve ficar ao redor de 5% a 8%.

No caso das importações, espera-se aumento em volume e no valor. O maior crescimento no nível de atividade esperado para 2018 deverá elevar as importações, o que já se verifica no segundo semestre de 2017 (Gráfico 13).

Toda a nossa análise leva a que se espere um superávit menor em 2018

do que em 2017. No Relatório Focus de 12/01/2018, a previsão do saldo para 2018 é de US\$ 53 bilhões. No momento, não prevemos possíveis choque positivos para uma expansão maior das exportações em 2018. Do lado das importações, surpresas podem ocorrer caso as previsões de crescimento do PIB sejam frustradas. Em adição, num ano de eleições com um cenário político em turbulência, pode ocorrer o imprevisto de uma grande desvalorização, mudando as tendências dos fluxos de comércio.

O passado nos ensina que, de forma geral, as previsões de balança comercial no início do ano sofrem várias revisões. No caso, tendo como base o Focus, no momento achamos que a previsão pode estar superestimando o saldo de final de ano.

*Lia Baker Valls Pereira*

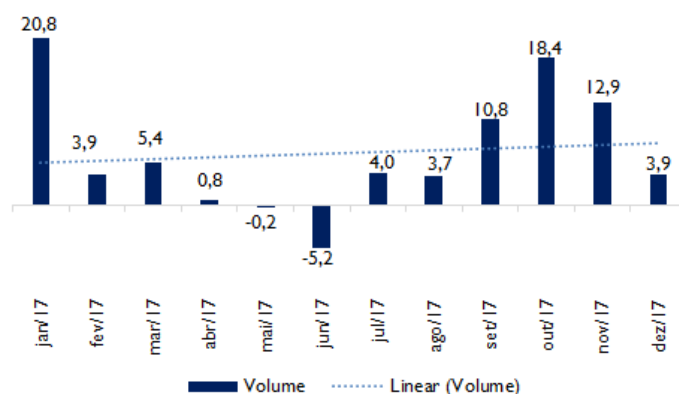
## 8. Panorama Internacional

### O mundo reprecifica a Europa

De janeiro de 2017 até o atual momento assistimos a uma forte reprecificação da moeda americana frente às moedas das demais economias desenvolvidas. A maneira mais simples de observar isso é a partir do índice do dólar ou DXY. Este indicador avalia a evolução do dólar americano contra uma média ponderada de seis moedas – euro, iene japonês, franco suíço, dólar canadense, coroa sueca e libra esterlina – em que a moeda única europeia tem pouco mais de 57% de participação.

O indicador foi criado em março de 1973 com o valor em 100. O Gráfico 14 documenta seu comportamento durante os últimos dois anos. Percebe-se que, entre janeiro de 2017 e o mesmo mês de 2018, o indicador saiu de 103 para 90, acumulando uma perda de valor de 12,5%.

**Gráfico 13: Variação (%) Mensal no Volume das Importações**



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

Gráfico 14: Evolução do Índice do Dólar



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

A queda a partir de janeiro até meados de 2017 recoloca o índice no mesmo valor que estava logo antes da eleição de Trump. Em seguida à eleição, do início de novembro até dezembro de 2016 houve, paradoxalmente, otimismo com a economia americana. Apesar da sua figura política bizarra, o mercado avaliou que a agenda econômica do presidente, fortemente baseada em diminuição de impostos e estímulos à indústria e ao emprego, seria favorável ao crescimento.

As seguidas derrotas no Congresso Americano, nos mais diversos temas, fizeram com que essas expectativas se revertissem – o governo Trump mostrou enorme dificuldade inicial para transformar seu discurso em medidas efetivas. Dessa forma, a moeda, em meados de 2017, já tinha voltado ao patamar pré-Trump. Mesmo com um miniciclo de valorização no final do ano passado – quando avanços mais claros na reforma tributária e um tom progressivamente mais duro do FED começaram a ser percebidos –, o dólar americano (USD) continua em patamares pouco valorizados.

A manutenção do DXY em níveis relativamente baixos pareceu particularmente contraintuitiva após a aprovação e assinatura da reforma tributária, já ao apagar das luzes de 2017 – a princípio isso deveria ter fortalecido a posição do USD no mundo, principalmente por esta medida ser um ponto central do programa pró-crescimento proposto por Trump.

Ao menos por enquanto, não só o otimismo com a moeda americana ainda não voltou como, pelo DXY, teria até mesmo diminuído. O que ocorreu? Aparentemente outras coisas ainda mais positivas ocorreram em outras economias – e nisto a discussão da aceleração relativa da economia europeia possui papel central.

A Tabela 3 mostra as previsões para o crescimento da economia americana e europeia para o ano de 2017 obtidas no *World Economic Outlook* para diferentes datas. O WEO é uma base de dados construída pelo FMI com previsões do desempenho macroeconômico para as economias, com duas grandes atualizações anuais, em abril e outubro.

Em abril e em outubro de 2015, esperava-se que o diferencial de crescimento entre as duas economias seria superior a 1 ponto percentual (pp). Essa diferença cai gradativamente para 0,9 pp em abril de 2016, 0,7 pp em outubro de 2016, e 0,6 pp em abril de 2017. No último relatório, divulgado em outubro último, ficou claro que ambas economias crescerão por volta de 2,2%. Essa realidade ficou evidente em algum momento entre abril e outubro, ou seja, em meados do ano passado.

Assim, nossa percepção é de que essa reprecificação da moeda americana deve ter sido influenciada pela melhora significativa do crescimento na Europa e, portanto, pela queda do diferencial de crescimento entre a economia americana e a europeia. Isso parece ainda mais verdadeiro se olharmos o movimento de enfraquecimento do USD mais recente – a substancial queda do DXY no início de janeiro/2018 coincide exatamente com a divulgação de fortes resultados nas pesquisas de atividade europeias referente ao final de 2017, seja em variáveis reais (como, por exemplo, vendas no varejo), seja em métricas de confiança.

Em conclusão, é importante destacar que esse fenômeno de reprecificação vai além do desempenho da economia alemã, o motor de sempre do crescimento europeu. Os fatos de a periferia da Europa ter conseguido, com a mão de ferro alemã, ajustar suas contas públicas (ou pelo menos caminhar metade do caminho) e de a França ter eleito governo fortemente reformador (em especial das arcaicas estruturas trabalhistas) sugerem que a reprecificação entre as economias pode ser mais permanente – desta forma, sendo vetor a manter o USD relativamente fraco no decorrer de 2018.

**Lívio Ribeiro e Samuel Pessôa**

## 9. Observatório Político

### Cenários para as Eleições de 2018

Todos já decretaram: 2018 é o ano da incerteza. Certo. Porém, nas próximas semanas, ocorrerão dois eventos que têm tudo para serem parâmetros fundamentais das eleições gerais que serão celebradas em outubro, nomeadamente, o julgamento do recurso de Lula pelo Tribunal Regional Federal de Porto Alegre (TRF-4) e a votação da reforma Previdência, prometida para o dia 19 de fevereiro por Rodrigo Maia, presidente da Câmara dos Deputados. As combinações dos possíveis resultados dessas duas decisões de monta permitem que se esbocem quatro cenários para o

**Tabela 3: Reprecificação do Crescimento entre Economia Americana e Zona Monetária do Euro (%)**

	EUA	ZE
abr-15	2,7	1,6
out-15	2,8	1,7
abr-16	2,5	1,6
out-16	2,2	1,5
abr-17	2,3	1,7
out-17	2,2	2,1

Fonte: WEO / FMI. Elaboração: IBRE/FGV.

pleito presidencial em termos da probabilidade de vitória de forças centristas e das chances de sobrevivência do atual sistema partidário. Vamos aos quatro.

**(1) Lula condenado e reforma da Previdência derrotada.** Esta combinação é uma notícia desastrosa tanto para o PT e seus tradicionais aliados quanto para os partidos que integram a coalizão de centro-direita que sustenta o governo Temer, sobretudo o PSDB e o MDB. Esse cenário supõe que, apesar de todos os recursos que Lula poderá tentar na Justiça e da manutenção de sua candidatura à presidência nos próximos meses, ele acabará não sendo o cabeça de chapa de sua sigla. Mesmo que Lula faça intensa campanha por um substituto por ele indicado, dificilmente este terá desempenho tão bom quanto o líder supremo do PT. Já o fracasso da reforma da Previdência implica que, apesar da retomada do crescimento e da inflação baixa, a economia não melhorará tanto quanto se espera ao longo do ano e que a popularidade de Temer continuará muito baixa, o que atingirá duramente os candidatos ligados ao PSDB, MDB, DEM e PSD. A combinação da ausência de Lula com o enfraquecimento da candidatura tucana e a inexistência de um candidato que defenda o governo abrirá um espaço enorme para figuras radicais, de esquerda e de direita, e para a emergência de nomes desvinculados da política ou que se queiram apolíticos ou mesmo “contra tudo que aí está”, como diria Leonel Brizola. Sob esse cenário, dificilmente a polarização PT *versus* PSDB – que tem dominado as disputas pelo Planalto desde 1994 e dado um módico de estabilidade ao nosso confuso sistema partidário – será mantida, prenunciando o fim deste. Trata-se, em suma, do cenário perfeito para forasteiros e salvadores da pátria.

**(2) Lula condenado e reforma da Previdência aprovada.** Sob o segundo cenário, o rosto de Lula não aparecerá na tela das urnas eletrônicas, criando oportunidades para outros nomes de esquerda, como Marina da Silva, Joaquim Barbosa e Ciro Gomes, mas, em última instância, enfraquecendo e fragmentando esse campo ideológico. Todavia, a aprovação de reforma da Previdência pode acelerar o crescimento por meio da melhoria das expectativas, permitindo o aumento da sensação de bem-estar econômico por parte da população de baixa renda e da popularidade de Temer no segundo semestre. O presidente da República e seus aliados poderão dizer que sua agenda de reformas foi vitoriosa e que, agora, o país está, finalmente, no caminho certo. Ironicamente, esse êxito poderá intensificar os conflitos entre o PSDB, MDB, DEM e PSD, mas, ao fim e ao cabo, é um cenário que dará mais alento eleitoral a estes quatro partidos. Se conseguirem se coordenar em torno de apenas um nome, as chances das forças centristas serão, obviamente, maiores. Convém lembrar, contudo, que Lula tem sido a grande âncora das eleições presidenciais. Sua ausência, por definição, esvazia a candidatura do seu tradicional competidor, o PSDB, o que, por sua vez, debilita o centro.

Cumpre notar que as dinâmicas dos dois primeiros cenários serão afetadas se o PT decidir que Lula concorrerá sub judice, o que poderá gerar uma enorme crise institucional e o caos eleitoral. Entretanto, é plausível supor que o Judiciário vá se antecipar a essas trágicas possibilidades e decida definitivamente a situação do líder petista antes do início oficial da campanha.

**(3) Lula inocentado e reforma da Previdência derrotada.** O terceiro cenário combina Lula como candidato do PT e o esvaziamento de qualquer candidato ligado aos principais partidos da base de



sustentação de Temer. Aqui a grande dúvida diz respeito à plataforma que o líder petista adotará. Se ele radicalizar o discurso, poderá passar para o segundo turno, mas dificilmente será o vitorioso. Todavia, se for para o segundo turno empunhando um programa moderado, Lula terá chances de vencer. Ressalte-se que, apesar da pesada retórica do PT e do própria Lula, ele, na prática, é um conciliador. O que significa que, sob esse cenário, Lula, paradoxalmente, passa a ser a principal encarnação das forças centristas e da atual classe política. A questão que se coloca é se Lula terá credibilidade e condições políticas para implementar efetivamente o referido programa. Mas isso é tema para outra coluna. Por último, cabe destacar também que esse é o melhor cenário para a candidatura de extrema-direita de Jair Bolsonaro em virtude do enfraquecimento da centro-direita.

**(4) Lula inocentado e reforma da Previdência aprovada.** Sob o último cenário, Lula está na cédula eleitoral e os dois principais partidos do país, PT e PSDB, se veem fortalecidos, ampliando as chances de reiteração da polarização nascida em 1994. É o cenário mais otimista no que diz respeito tanto à probabilidade de êxito das forças centristas quanto à reprodução do atual sistema partidário.

Justamente por causa da enorme incerteza que paira sobre 2018, não é possível estimar qual dos quatro cenários é o mais provável. No momento atual, o máximo que um analista pode fazer é identificar as diferentes condições sob as quais o radicalismo ou a moderação pode prevalecer. E, claro, torcer pela moderação.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

## **10. Em Foco IBRE: Impactos das Políticas Fiscais Federal e Estadual nas Regiões Brasileiras<sup>4</sup>**

Economistas sempre tentaram entender como funcionam a política fiscal e a política monetária, os dois principais instrumentos disponíveis para o governo controlar (ou ao menos influenciar) o ciclo econômico. No entanto, desde a década de 60 a profissão veio se esforçando mais para compreender os efeitos da política monetária e, antes da crise de 2008, acreditava-se que esta era totalmente compreendida. Um caso emblemático, que ilustra bem a percepção que os economistas tinham sobre política monetária, é o título do artigo de Richard Clarida, Jordi Gali e Mark Gertler, *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*. A maior parte dos economistas acreditava que a teoria nova keynesiana e seu modelo canônico descreviam realisticamente a economia e que, ao seguir suas previsões, estaríamos fazendo ciência, e não mais “achismos” ou tomando decisões pouco fundamentadas.

Não é que nunca se tenham realizado pesquisas na área fiscal. Elas sempre aconteceram, ainda que em número inferior às pesquisas sobre política monetária. Mas a diversidade de instrumentos de política fiscal – investimento em infraestrutura, gasto com pessoal, aumento das transferências

---

<sup>4</sup> Esse texto é baseado em um artigo homônimo apresentado no Congresso Anpec 2017. Os resultados aqui apresentados são preliminares.

de renda, corte de impostos para empresas, corte de impostos para pessoas físicas, subsídios – sempre foi um empecilho ao pesquisador que a quisesse entender. Outro ponto marcante é que a comunidade acadêmica nunca chegou a um consenso quanto ao efeito da política fiscal na economia. Dada a dificuldade de se estudar e a falta de consenso quanto aos seus efeitos, formuladores de políticas públicas costumavam ser mais cautelosos em usar a política fiscal, dando preferência à “científica” política monetária.

Contudo, o jogo mudou com a crise de 2008 e a grande recessão que a seguiu. Os modelos tradicionais da teoria novo-keynesiana passaram a não mais descrever satisfatoriamente o que estava acontecendo com as economias desenvolvidas. Ainda mais marcante, o principal instrumento de política monetária básica, a taxa de juros de curto prazo, não mais podia ser usada para influenciar o ciclo econômico, por estar próxima do limite natural de zero. A comunidade acadêmica então voltou sua atenção para tentar entender qual é a melhor maneira de gerir a política fiscal e, principalmente, como ela afeta a economia do ponto de vista cíclico.

No Brasil, a política fiscal entrou em voga com o êxito momentâneo do pacote fiscal implementado em resposta à crise mundial de 2008. Porém, já no início da década de 2010, o aparente consenso sobre a eficácia dos estímulos fiscais no Brasil começava a se diluir. Enquanto o contexto recessivo sugeria a alguns a continuação – ou mesmo a expansão – da política de estímulos fiscais, outros defendiam uma redução drástica dos gastos do governo como resposta ao crescente endividamento público, expondo uma clara divergência entre os estudiosos do assunto. Debates similares, com opiniões antagônicas de membros da academia, também ocorreram ao redor do mundo.

Eu e meu coautor, Gian Paulo Soave, buscamos no nosso artigo contribuir com o debate nacional analisando os impactos das políticas fiscais federal e estadual nas regiões brasileiras. A maior parte dos estudos existentes para a economia nacional usam dados federais agregados. Pelo que sabemos, somos dos poucos que investigam a política fiscal brasileira em nível estadual. O trabalho que mais se assemelha ao nosso é o de Caçador *et al.* (2013), que concluiu haver assimetrias entre os estados brasileiros na resposta da produção industrial a um choque fiscal. Ou seja, a produção industrial dos estados responde diferentemente à política fiscal. Corbi *et al.* (2014) exploram discontinuidades nas regras de distribuição de recursos federais para os municípios brasileiros como forma de identificar o efeito causal de aumentos do gasto municipal na economia local. Os autores encontram um multiplicador fiscal de 2. Rocha & Giuberti (2008) apontam que a política fiscal dos governos estaduais foi anticíclica e assimétrica antes da adoção da Lei de Responsabilidade Fiscal, sendo que depois se tornou pró-cíclica, mais fraca e simétrica.

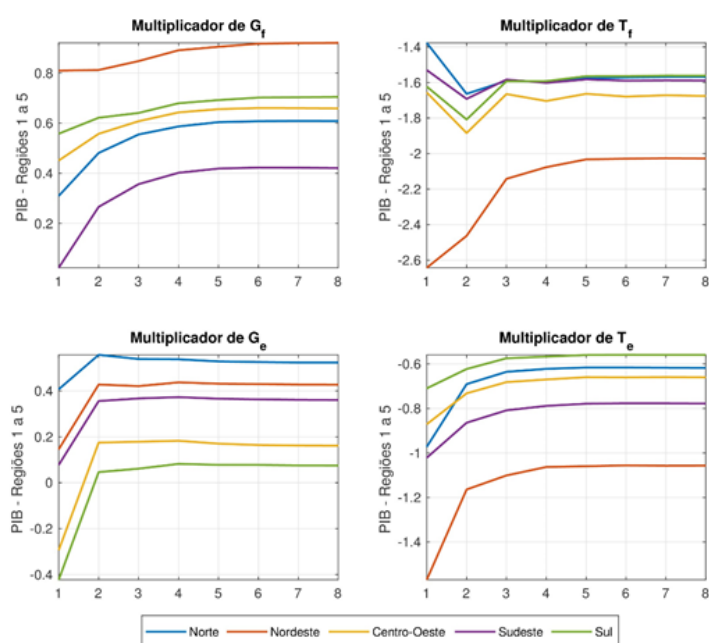
Para podermos analisar simultaneamente a política fiscal federal e estadual, implementamos uma metodologia<sup>5</sup> que acomoda ao mesmo tempo o comportamento destes dois instrumentos fiscais,

---

<sup>5</sup> A metodologia é baseada em um modelo VAR em Panel (PVAR) bayesiano que contém um bloco de variáveis estaduais e outro de variáveis federais. O método que empregamos assume uma priori hierárquica similar à Jarocinski (2010) e que reflete as potenciais similaridades entre as respostas dos estados. Identificamos choques estruturais através de restrições de sinal à la Mountford & Uhlig (2009), adaptadas ao contexto de painel. Fazemos isso assumindo que cada estado atua como uma pequena

além de permitir aos dados determinar o grau de idiosincrasia ou homogeneidade nas relações entre variáveis de interesse nos estados. Tal flexibilidade é relevante no contexto deste trabalho por duas razões: (i) a bem documentada heterogeneidade regional brasileira, com evidenciada distinção em termos de desenvolvimento econômico, e (ii) o intrincado arcabouço institucional, devido tanto ao Fundo de Participação dos Estados (FPE) quanto à Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Conjuntamente, esses fatores sugerem a existência de multiplicadores regionais de magnitude distinta.

Nos resultados aqui apresentados, mostramos a resposta do PIB privado a um choque de política fiscal. Construímos o PIB privado como o PIB total menos a produção do governo (o governo contribui contratando trabalhadores e consumindo bens de capital para produzir serviços, como educação e segurança). Nossa medida é do montante produzido pelo setor privado. No Brasil, muitos dos que advogam a favor de políticas fiscais argumentam que estas são capazes de estimular a produção do setor privado e, conseqüentemente, a economia nacional como um todo. Com a nossa medida de PIB privado, queremos observar empiricamente se o governo realmente é capaz de induzir a produção privada, ou se ele toma espaço do setor privado.



economia aberta e que o choque fiscal em certo estado não afeta os outros. Entretanto, o governo federal, por razões legais, é afetado pelos choques estaduais ao mesmo tempo em que é capaz de afetar isoladamente cada estado, de modo que nos mantemos agnósticos sobre o potencial efeito de *feedback* deste canal.

Nos nossos resultados, encontramos que os multiplicadores sobre a atividade privada para um choque de gastos federais são bastante distintos entre as regiões brasileiras (painel no alto e à esquerda). Enquanto a região Nordeste apresenta um multiplicador de longo prazo médio da ordem de 1,00, o da região Sudeste é próximo a 0,40. O multiplicador médio na amostra é de cerca de 0,60, valor similar ao obtido pela literatura nacional. Os multiplicadores para choques estaduais (painel abaixo e à esquerda) também são bastante distintos entre as regiões. Eles são mais altos na região Norte, atingindo um valor próximo de 0,60 no médio e longo prazo. Entretanto, chegam a ser negativos para os estados do Sul e do Centro-Oeste. Tais resultados sugerem que expansões fiscais federais terão efeitos fortemente idiossincráticos na atividade econômica brasileira, e mais elevadas que expansões fiscais estaduais. No caso de aumentos de tributação, a atividade privada é afetada de uma forma mais homogênea entre as regiões do país (com exceção da região Nordeste, a mais afetada por qualquer aumento de tributo).

*Paulo Lins*

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

## 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

Paulo Lins

Regis Bonelli (*In memoriam*)

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e 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 Pessoa, 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 19 de janeiro de 2018. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.