

Análise de Conjuntura Econômica

Dezembro de 2018

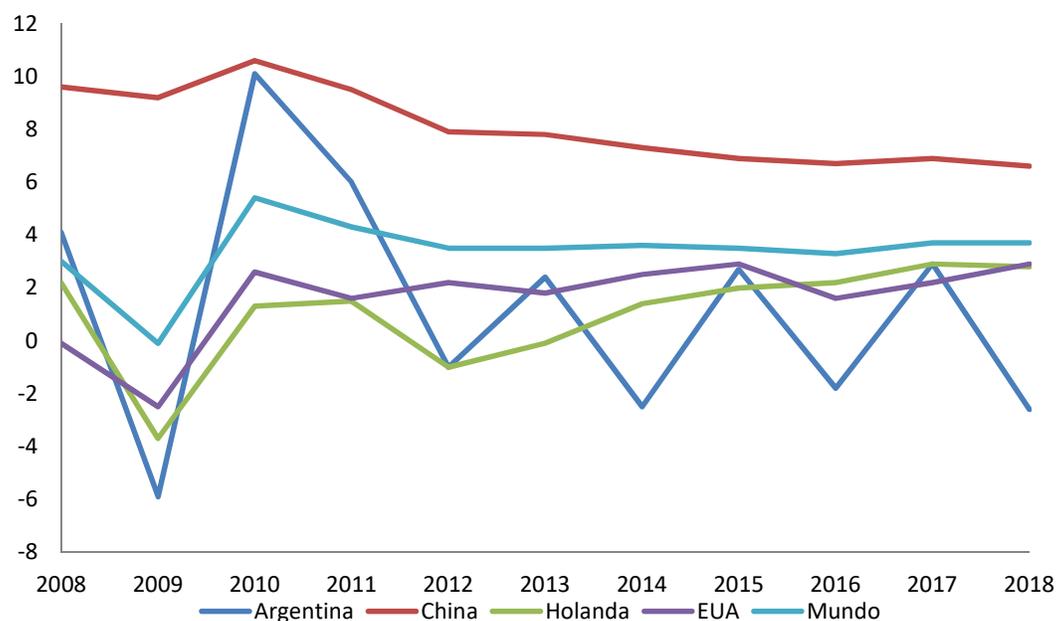
Francesco Brandão Ferreira de Carli

CONJUNTURA INTERNACIONAL

O cenário mundial em 2018 se caracteriza por surpresas positivas e negativas. Se, por um lado, o crescimento econômico mundial continua robusto, por outro surgem polos de instabilidade locais que podem afetar negativamente o crescimento econômico Brasileiro, seja através da queda de demanda por suas exportações, pela piora das condições de liquidez ou pelo aumento do pessimismo em relação aos países emergentes. Podemos destacar quatro focos de instabilidade: o sobreaquecimento e conseqüente pressão pelo aumento de juros americanos; as crises cambiais na Argentina e Turquia; a guerra comercial entre os EUA e a China; e a piora das perspectivas econômicas no continente Europeu. Destacaremos cada um destes pontos abaixo.

Gráfico 1

Crescimento real dos principais parceiros comerciais do Brasil (em %)



Fonte:FMI

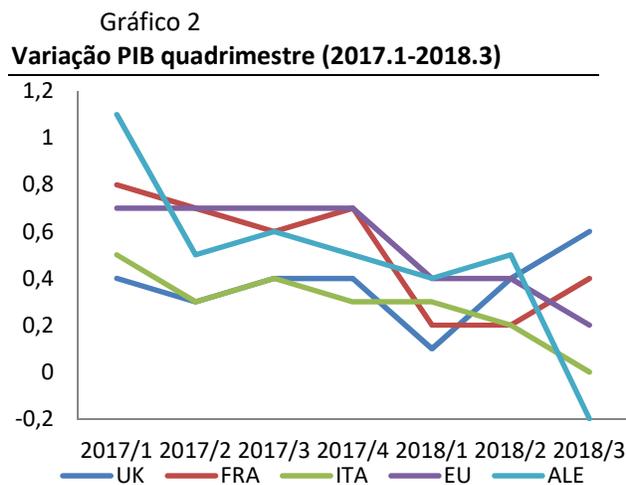
A economia mundial segue estável e forte em 2018, com previsão de crescimento real de 3,7% em 2018, frente ao mesmo valor no ano anterior. Além disso, entre os principais parceiros comerciais do Brasil, o crescimento dos EUA e da Holanda acelerou, com previsão de 2,8% e 2,9%, respectivamente. Por outro lado, entretanto, a China desacelerou, convergindo para o crescimento anual de 6,6%, enquanto a Argentina tem se caracterizado por um crescimento instável, pontuado por picos e quedas cíclicas, e em 2018 mergulhou novamente em forte recessão econômica (previsão de queda de -2,6% para 2018). Como grandes importadores de produtos Brasileiros, a desaceleração Chinesa e a recessão Argentina impactam negativamente o canal exportador nacional, prejudicando perspectivas de uma recuperação liderada por exportações.

Cenário Europeu

O desempenho econômico europeu, após forte performance em 2017, desacelerou significativamente em 2018, resultado do fraco desempenho de suas principais economias (Gráfico 2). A Inglaterra ainda se defronta com a incerteza envolvida no Brexit, associada à instabilidade política que se apossou no país, o que levou à redução de suas perspectivas de crescimento. A Alemanha, por sua vez, entrou em queda de -0,2% no terceiro semestre de 2018, após fraca demanda externa por suas exportações e reveses em sua indústria automobilística. Na França, o governo Macron tem enfrentado instabilidade política e dificuldade para avançar sua agenda de reformas, o que também implicou queda no crescimento econômico.

Na Itália, o novo governo do Primeiro-Ministro Giuseppe Conte levantou preocupações sobre seu compromisso com a sustentabilidade fiscal, com planos de redução tarifária e elevação de gastos públicos. A reversão do trajeto da queda do déficit primário, essencial para reduzir a já elevada dívida pública, abalou as expectativas dos investidores, elevou significativamente a taxa de juros dos títulos governamentais (Gráfico 5) e reduziu as perspectivas de crescimento do país. A situação culminou na rejeição pela EU do orçamento italiano (6), e levou o economista Olivier Blanchard a aventar a hipótese de que estaria ocorrendo uma expansão fiscal contracionista.

Apesar do anúncio em meados do ano de que o programa de compra de títulos Quantitative Easing não seria mais expandido, a diminuição no ritmo do crescimento Europeu levantou especulações sobre a possibilidade de o BCE estender o programa (a resolução final será dada em dezembro). Os juros do banco central continuam em negativos 0,4%, em vista de uma inflação ainda com dificuldades de se manter na meta de 2% (Gráfico 3). O crescimento econômico fraco no continente pode impactar negativamente o canal exportador Brasileiro, embora a indefinição sobre o QE possa contribuir para estender o período de liquidez internacional.



Fonte: Trading Economics

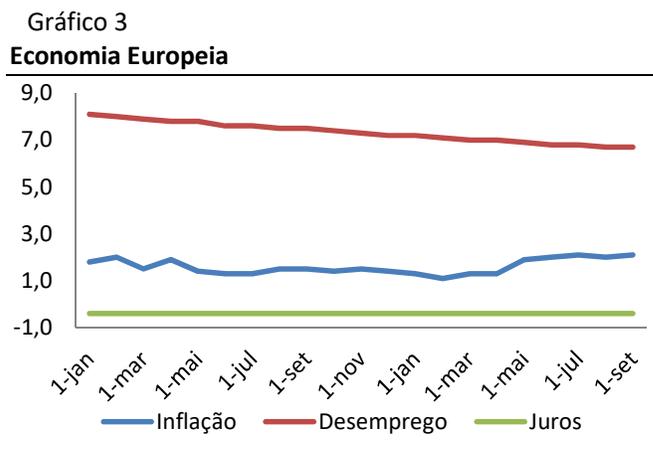
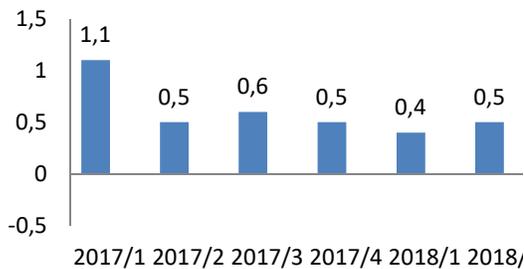


Gráfico 4

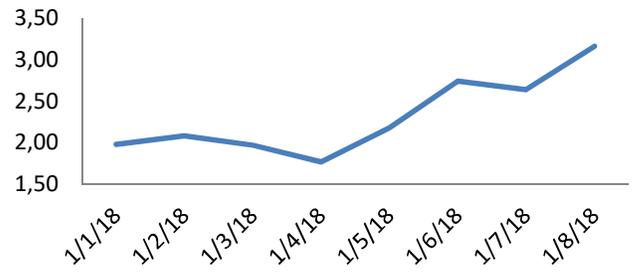
Varição PIB Alemão quadrimestre ajustado sazonalmente (2017.1-2018.3)



Fonte: Statistisches Bundesamt

Gráfico 5

Taxa de juros do título do Governo Italiano (2018)



Fonte: St.Louis FED

Guerra comercial

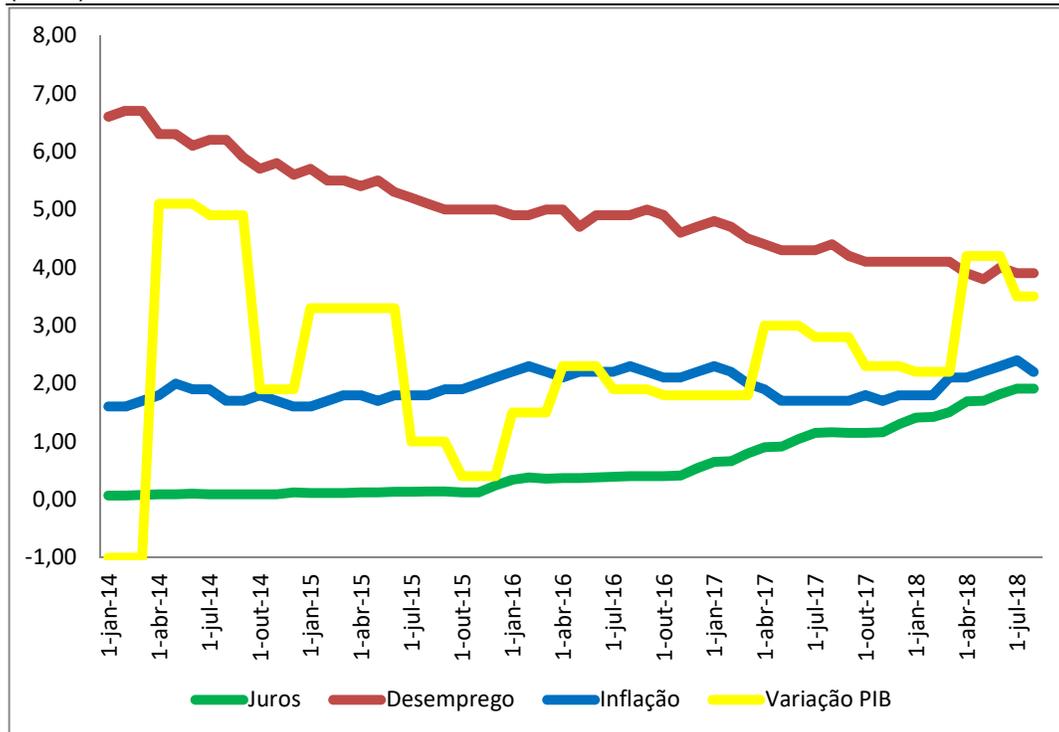
O principal componente da piora das perspectivas econômicas globais em 2018 foi a adoção de uma atitude protecionista por parte dos EUA em relação aos principais parceiros comerciais do país. Começando com a adoção de tarifas sobre painéis solares e máquinas de lavar roupa, o Presidente Donald Trump seguiu taxando o ferro e alumínio em 23 de março para todos os seus parceiros comerciais (o Brasil conseguiu uma cota de exportação de ferro), o que levou a UE, Canadá e China a retaliarem tarifando produtos americanos. Além disso, os EUA também ameaçaram taxar carros Europeus.

Em 6 de julho, os EUA anunciaram tarifas sobre \$34 bilhões de importações Chinesas, retaliadas no mesmo montante pelo país Asiático. Essa primeira rodada de atritos foi finalizada em 23 de agosto, com tarifas de \$16 bilhões de ambos os lados completando os 50 bilhões anunciados inicialmente. Por fim, em 24 de setembro, uma segunda rodada toma efeito, com os EUA impondo tarifas sobre \$200 bilhões em importações Chinesas, e a China retaliando com tarifas de \$60 bilhões. Em 12 de dezembro, os dois países assinaram uma trégua de 3 meses, com Trump recuando da ameaça de elevar de 10% para 25% as tarifas e a China aceitando reduzir as tarifas sobre carros americanos.

Trump também teve atritos comerciais com o Canadá e com o México, o que resultou na renegociação do NAFTA e assinatura do USMCA em 30 de novembro.

A escalada do protecionismo e a possibilidade de uma guerra comercial em larga escala afetaram negativamente o comércio mundial em 2018, prejudicando as exportações de países Europeus e emergentes.

Gráfico 6
Economia Americana (2014-ago.2018)
 (Em %)

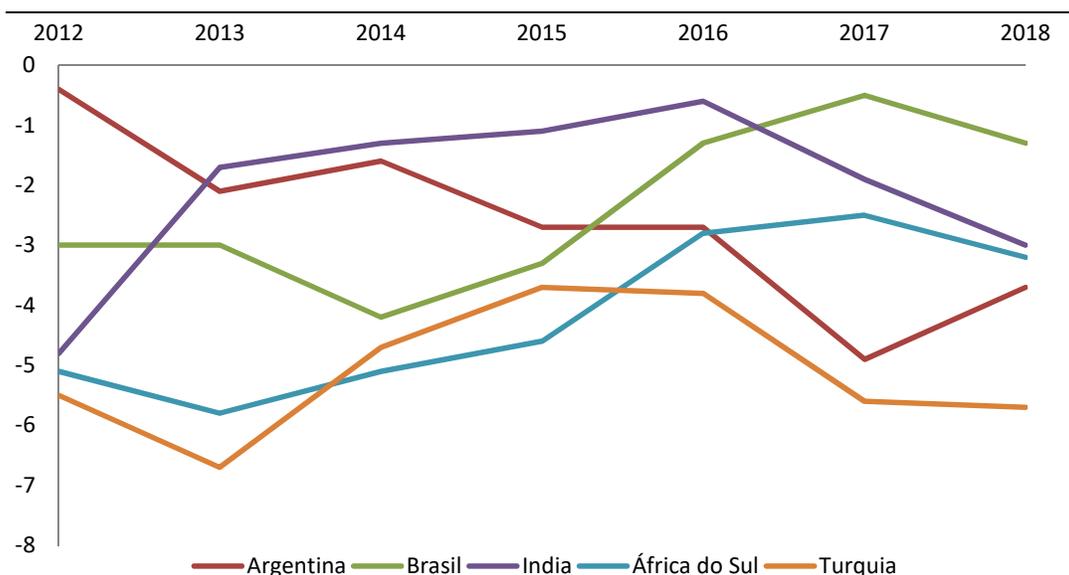


Fonte: Bureau Statistics of Labour, St.Louis FED

A economia americana se aproxima do pleno emprego, atingindo a taxa mínima de desemprego histórico desde 1969 (1). Não obstante a aproximação da taxa natural de desemprego, o governo aprovou massivos cortes tributários e aumentos de gastos públicos que, por um lado, constituem um estímulo pró-cíclico à economia, e, por outro, pioram a situação fiscal do país. A economia respondeu positivamente à política fiscal, apresentando aceleração acentuada em 2018 e ultrapassando o crescimento de 4% no terceiro trimestre. Por fim, a taxa de crescimento salarial atingiu o maior valor desde 2009, sinalizando aperto no mercado de trabalho.

Estes fatores apontam para elevação da taxa de inflação, dado que aumentam a demanda agregada em um contexto de baixa capacidade ociosa na economia. De fato, a inflação tem acelerado e ultrapassou a meta de 2% estabelecida pelo FED, o que reforça expectativas de novos aumentos da taxa de juros, de modo a desacelerar a economia. O aumento da taxa de juros americana deve iniciar um processo de refluxo da abundância de liquidez internacional que predominou na última década, encarecendo e escasseando o capital para outros países, valorizando o dólar em relação a outras moedas e piorando o déficit em conta corrente dos EUA.

Gráfico 7
Balança de conta corrente dos países emergentes



Fonte:FMI

O Brasil também pode ser atingido pela piora das perspectivas econômicas de outros países emergentes, principalmente a Argentina e a Turquia. Como se observa no Gráfico 7, ambos os países apresentam elevados déficits de conta corrente, o que se reflete em crescente endividamento externo (relacionado ao governo, no caso argentino, e ao setor privado, no turco). A queda da confiança em relação a esses países, ocasionada por fatores como o desequilíbrio fiscal e intervenção política nos bancos centrais, conjugou-se com a elevação dos juros americanos e com as perspectivas de uma guerra comercial entre os EUA e a China, levando a uma acentuada desvalorização cambial e piora de suas perspectivas de crescimento. A necessidade de estancar a fuga de capitais levou o Banco Central da Turquia a elevar sua taxa de juros para 24%, em 13/09 (3), e o Banco Central da Argentina para 60%, em 30/08 (4). Embora o aumento dos juros internacionais pressione todos os países emergentes, a Rússia apresenta situação favorável na balança de conta corrente, enquanto o Brasil apresenta um modesto déficit (resultado de fraco consumo) e possui elevadas reservas internacionais, o que ajuda a sustentar a confiança dos investidores. Países em situação de risco com elevados déficits gêmeos são também a Índia, cuja balança foi afetada pelo aumento do preço do petróleo (5), e a África do Sul. A situação fiscal dos países emergentes e dos EUA pode ser visualizada na Tabela 1.

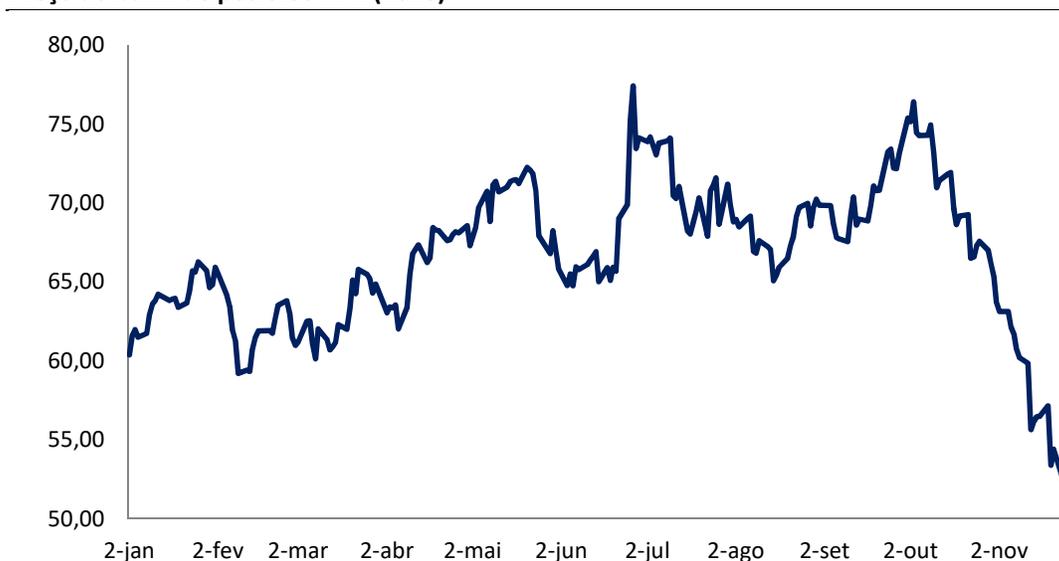
Tabela 1

Déficit Fiscal Geral (em % do PIB)	2015	2016	2017	2018
Argentina	-6	-6,6	-6,7	-5,4
Brasil	-10,3	-9	-7,8	-8,6
Índia	-7,2	-7,2	-7,2	-6,6
África do Sul	-4,8	-4,1	-4,6	-4,6
Turquia	-1,3	-2,3	-2,3	-4
EUA	-3,2	-3,9	-3,8	-4,7

Fonte:FMI

Mercado Petrolífero (curto prazo)

Gráfico 8
Preço do barril de petróleo WTI (2018)



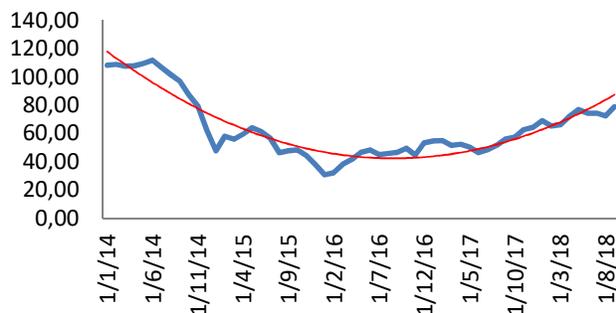
Fonte: St. Louis FED

O petróleo apresentou comportamento errático ao longo de 2018, espelhando ambos fatores técnicos e geopolíticos voláteis, que culminaram na cotação de \$51,45 em 26 de novembro. O preço da commodity depende essencialmente dos três atores capazes de produzir acima de 11 m/b dia: EUA, Rússia e Árabia Saudita. Dessa forma, o barril inicialmente desenhava uma trajetória de aumento ao longo dos primeiros oito meses do ano, resultado da robustez da economia mundial, da queda na produção do Irã e da Venezuela - acentuada pela retomada das sanções americanas sobre os dois países - e por conversas entre a OPEP com o objetivo de restringir a produção.

A trajetória, entretanto, reverteu-se no segundo semestre, refletindo piores perspectivas do crescimento global - puxadas pela guerra comercial sino-americana e pelo mau desempenho dos países emergentes - e a concessão de permissões de importação de petróleo iraniano pelos EUA a países como a Índia e a China (com o objetivo de reduzir os preços da commodity). Além disso, os dois países líderes na produção mundial - Árabia Saudita e Rússia - atenderam a clamores dos EUA para aumento da produção (9). Embora o reino Saudita se inclinasse para o corte na produção, tornou-se vulnerável à pressão Americana após ter sua vulnerabilidade exposta no caso do desaparecimento do jornalista Khashoggi em sua embaixada na Turquia, e se comprometeu a aumentar a produção em 1 m/b por dia. A Rússia, por seu lado, expôs publicamente sua discordância com a OPEP, reafirmando haver espaço para aumento da produção. O petróleo voltou a aumentar no início de dezembro, após acordo entre EUA e China para postergação de tarifas ter elevado as perspectivas de demanda pela commodity. A rápida queda no preço do petróleo nesse final de ano alivia a pressão sobre a inflação Brasileira, através da contenção dos preços da gasolina e diesel, aumentando o escopo para que se atinja a meta inflacionária de 2018. Entretanto, tanto o resultado financeiro da Petrobras como os da União, Estados e municípios são prejudicados, diretamente no primeiro caso e indiretamente no segundo. Nos EUA, a queda do petróleo também pode ser benéfica para o ambiente inflacionário, embora prejudique sua indústria de xisto.

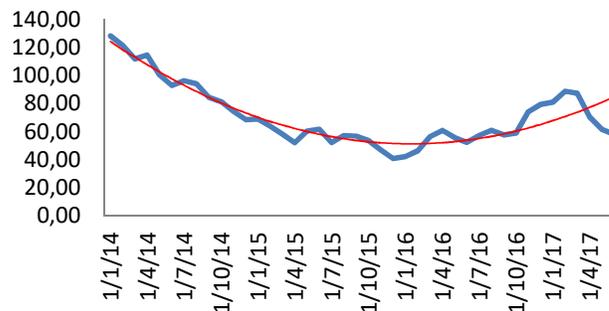
Commodities (médio prazo)

Gráfico 9
Preço do barril de petróleo Brent em \$ (jan.14-set.18)



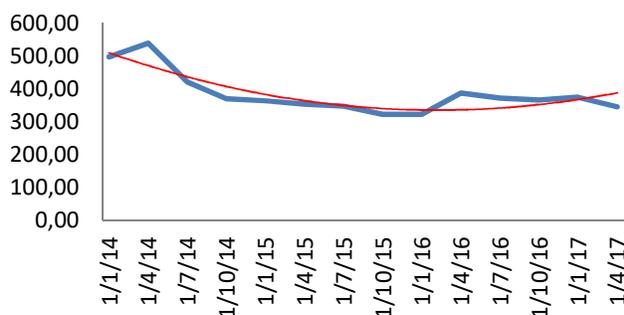
Fonte:St.Louis FED

Gráfico 10
Preço do minério de ferro: \$ por tonelada (jan.14-abr.17)



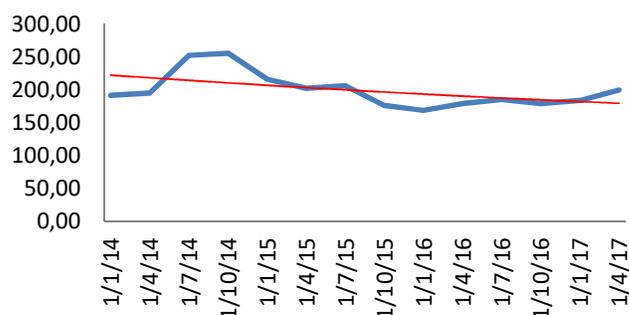
Fonte:St.Louis FED

Gráfico 11
Preço da soja:\$ por tonelada (jan.14-abr.17)



Fonte:St.Louis FED

Gráfico 12
Preço da carne: \$ por libra (jan.14-abr.17)



Fonte:St.Louis FED

O mercado de commodities tem, em geral, apresentado inclinação ascendente começando em 2017. O boom das commodities na década de 2000 foi um dos fundamentos da expansão econômica Brasileira acentuada no período, sendo puxado principalmente pelo enorme crescimento econômico Chinês; entretanto, esta trajetória reverteu-se em 2014, devido à desaceleração do país asiático, ao excesso de oferta e à fraca demanda internacional após a crise de 2008.

Enquanto alguns itens apresentam recuperação lenta, como a soja e a carne, o minério de ferro e o petróleo se valorizaram nos mercados internacionais (em uma perspectiva de médio prazo). A recuperação do mercado de commodities revela dois aspectos. Ao mesmo tempo que é positiva para o canal exportador Brasileiro, a recuperação não é rápida o suficiente para afetar de modo significativo o crescimento nacional no curto prazo.

ANÁLISE INTERNA

Gráfico 13

PIB mensal do Brasil (jan/2003=100)

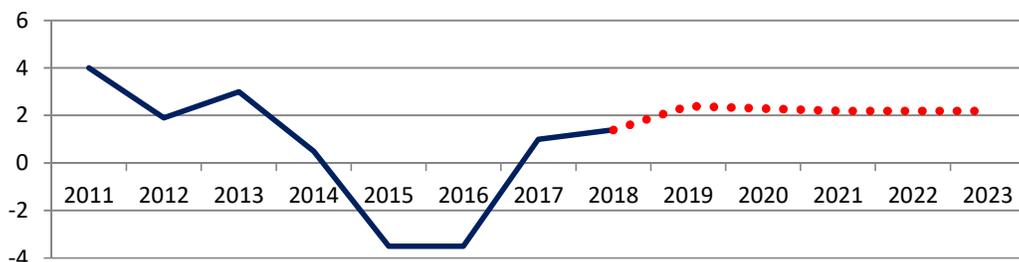


Fonte: Itaú BBA

O Brasil se recupera lentamente de uma das mais fortes recessões de sua história, iniciada em 2014 e que atingiu índices negativos de -3,8% e -3,6% em 2015 e 2016, respectivamente. O PIB reagiu positivamente nos anos de 2017 (variando 1%) e 2018, sem atingir, contudo, cifras consideráveis. As estimativas de crescimento para 2018 foram continuamente revisadas, partindo de patamares maiores (entre 3% e 4%) até estimativas situadas atualmente por volta de um crescimento anual de 1,5%. Esta revisão é resultado de uma série de choques externos (analisados acima) e internos: entre os últimos, a instabilidade política, a paralisação da agenda de reformas no Congresso Nacional e a incerteza eleitoral. Nas atuais condições de oferta e investimento, as perspectivas de crescimento potencial do PIB Brasileiro são baixas, situadas em torno de 2% ao ano na próxima década (Gráfico 14).

Gráfico 14

Crescimento real do Brasil (com previsão)



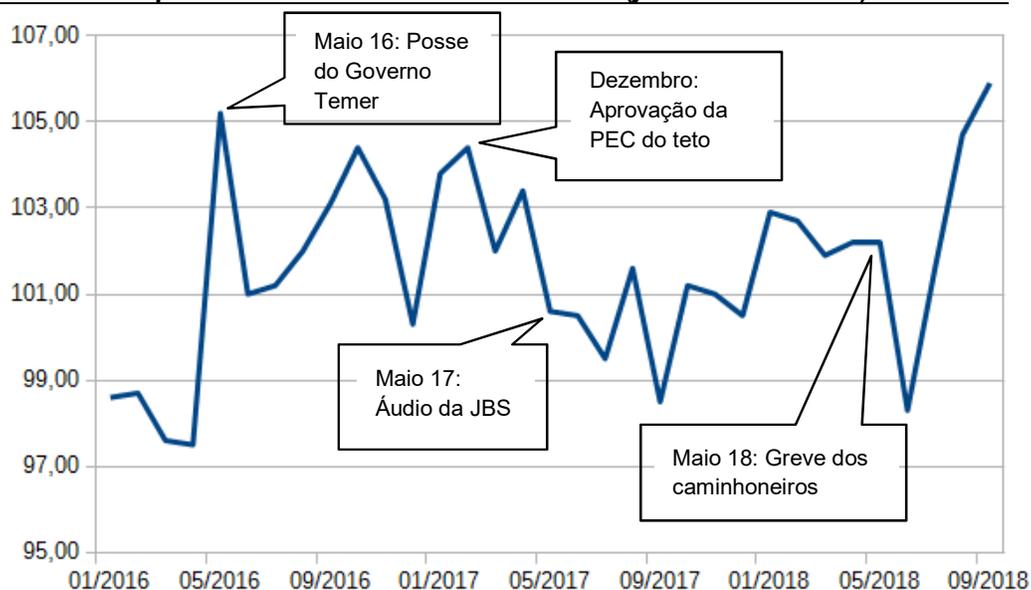
Fonte: FMI

EXPECTATIVAS

As expectativas de consumidores e empresários acerca de variáveis como o crescimento do PIB, a inflação e os juros impactam em seu comportamento, isto é, expectativas realizam a si mesmas. Sua observância, portanto, é um poderoso indicador dos rumos que a economia tomará nos próximos meses. A economia, afinal, é a ciência que lida com expectativas, como manuseá-las de modo a otimizar o produto.

Gráfico 15

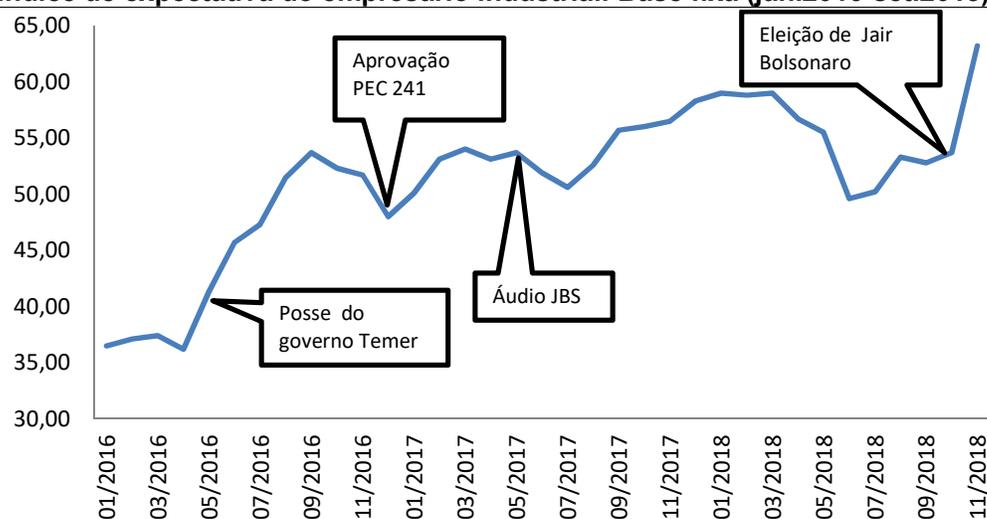
Índice de expectativa do consumidor: Base fixa (jan.2016-set.2018)



Fonte: INEC/CNI

Gráfico 16

Índice de expectativa do empresário industrial: Base fixa (jan.2016-set.2018)



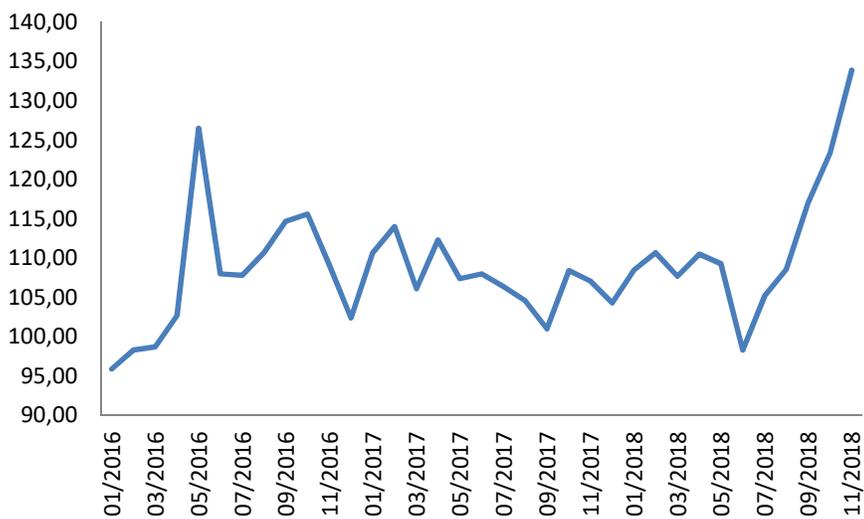
Fonte: CNI

Ambas a expectativa do consumidor e a expectativa dos empresários reagiram intensiva e positivamente à posse do Governo Michel Temer e ao impeachment do Governo Dilma Rousseff (12/05/2016). A promulgação da Emenda Constitucional do teto de gastos públicos em 15 de dezembro de 2016, que limitou à reposição da inflação o orçamento da União por 20 anos, não apresentou efeitos sobre a confiança do consumidor, embora tenha se refletido positivamente na confiança empresarial. Também é possível observar nos gráficos 15 e 16 os efeitos da maior crise política enfrentada pelo governo Temer, quando da divulgação da delação da JBS em 17 de maio. Ambas as expectativas do consumidor e do empresário reagiram negativamente, mas com pouca intensidade. Por fim, a greve dos caminhoneiros, iniciada em 21 de maio, teve efeitos desastrosos sobre as expectativas dos dois grupos, que se recuperaram rapidamente em seguida.

As expectativas do consumidor e a do empresário se mostraram positivas no final de 2018, com a primeira ultrapassando o pico de otimismo que coincidiu com o início da gestão Temer. A expectativa positiva pode resultar do crescimento nas pesquisas eleitorais do candidato Jair Bolsonaro, visto como favorável ao mercado, o que pode suscitar reações de otimismo entre as classes empresariais, os mercados financeiros e os consumidores. O aumento do consumo e do investimento decorrente de um pico de otimismo, por sua vez, pode contribuir para incentivar a economia nos últimos meses de 2018 e em 2019, elevando a demanda agregada por bens e serviços e diminuindo a capacidade ociosa da indústria.

Nenhum dos eventos citados anteriormente, à exceção da posse do governo Temer – que contribuiu para ancorar as expectativas no mês seguinte-, teve resultados significativos sobre as expectativas de inflação. Ao longo do governo Temer, as expectativas se mostraram mais altas do que no período anterior, a despeito da queda do índice de inflação. Por fim, o índice tem subido consistentemente desde a greve dos caminhoneiros, o que pode indicar uma reação à queda da taxa de juros, à greve dos caminhoneiros, ao aumento dos preços da gasolina, da energia elétrica ou à elevação do índice de inflação de 2018 em relação a 2017. Além disso, ao contrário de 2017, 2018 não teve safra agrícola excepcional, que contribuiu para reduzir os preços no ano anterior. O aumento das expectativas de inflação também poderia se relacionar com a incerteza eleitoral. Caso se confirmem, as expectativas indicam aumento da inflação para 2018 e 2019 em relação a 2017, o que pode sinalizar a necessidade de elevação mais rápida da Taxa Selic.

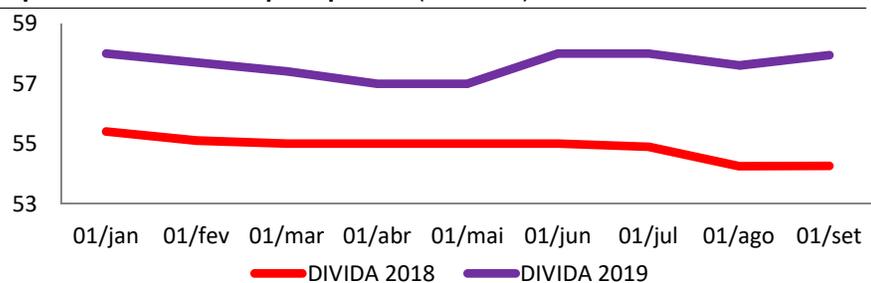
Gráfico 17
Índice de expectativa de inflação: Base fixa (jan.2015-set.2018)



Fonte: INEC/CNI

Gráfico 18

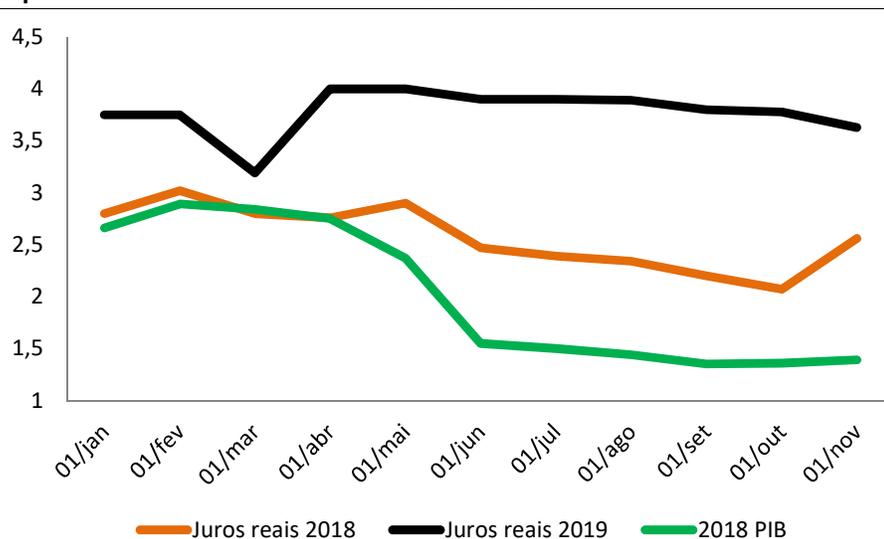
Expectativa da dívida líquida pública (% do PIB)



Fonte: Boletim Focus

Gráfico 19

Expectativas da economia Brasileira: 2018 e 2019



Fonte: Boletim Focus

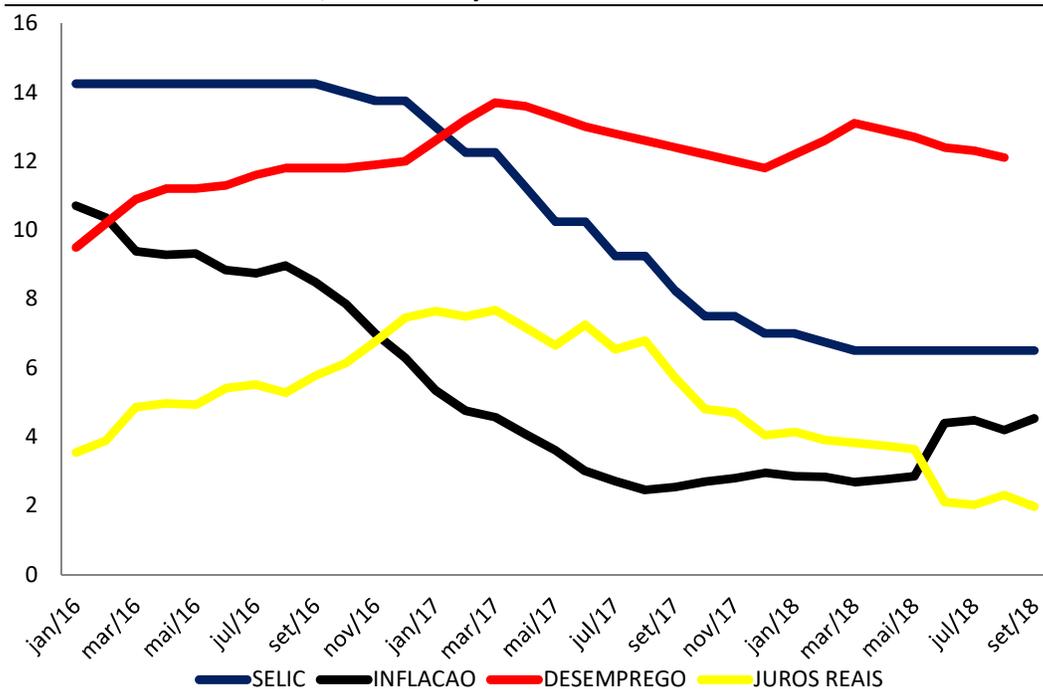
Como se observa no gráfico 19, as expectativas para o crescimento nacional foram constantemente revistas ao longo de 2018, começando de otimistas 3% e despencando para menos de 1,5%. O indicador voltou a subir levemente após as eleições, mas sem mudar significativamente. Do mesmo modo, as expectativas de crescimento para 2019 foram revisadas para baixo ao longo do ano.

Contudo, é de interesse notar que ambos os juros reais de 2018 e 2019 apresentaram trajetória de queda. Ou seja, para uma dada taxa nominal de juros esperada, a inflação esperada aumentou. Este pode ser um dos fatores explicando o aumento do investimento como porcentagem do PIB (gráfico 27), e pode sinalizar melhores perspectivas econômicas para 2019. Isso pode se dever à redução das estimativas para a trajetória da dívida líquida pública em 2018, embora o comportamento da variável para 2019 tenha sido de aumento. Cabe ressaltar que, embora no curto prazo o aumento das expectativas inflacionárias signifique juros reais menores, no médio prazo a taxa nominal de juros necessária para debelar a inflação será maior, o que poderá refrear o investimento.

Gráfico 20

Economia Brasileira

Meta da taxa Selic, Índice do IPCA acumulado nos últimos 12 meses, Taxa de desemprego no trimestre encerrado no mês, Taxa real de juros



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, IPEA

O alto patamar da Taxa Selic ao longo dos anos de 2016 e 2017, a fraca reação do consumo no mesmo período, a formação de uma equipe econômica no governo que inspirou confiança no mercado e a safra agrícola recorde contribuíram para reduzir significativamente a taxa de inflação em 2017, para 2,95%, nível abaixo do piso da meta do BC. A queda da inflação possibilitou a redução da Selic (de forma quase concomitante, como observável no Gráfico 20) para o patamar histórico de 6,5%.

No ano de 2018, entretanto, a inflação acelerou. Pode-se atribuir o repique inflacionário à greve dos caminhoneiros (que elevou significativamente as expectativas inflacionárias, conforme o Gráfico 17), à desvalorização do real frente ao dólar e ao efeito estimulante da redução da Selic (que costuma ter efeito após um intervalo de alguns meses). Além disso, com o aumento da inflação para o centro da meta do BC, com manutenção constante da Taxa Selic nominal, a taxa real de juros caiu ao longo de 2018, intensificando ainda mais o estímulo monetário na economia.

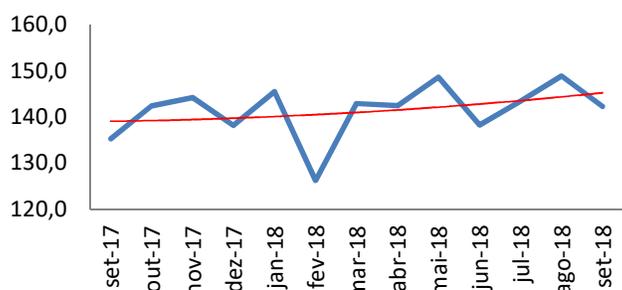
Pode-se observar três períodos distintos de comportamento da taxa de desemprego. Do início do governo Temer a março de 2017, este aumentou de 11,2% para 13,7%. Segue-se então rápida redução para 11,8% em dezembro do mesmo ano (acompanhando a redução da taxa real de juros). Importa ressaltar que em 13 de julho foi sancionada a reforma trabalhista, que flexibilizou as normas do mercado de trabalho, pelo Presidente Michel Temer. Entretanto, em 2018 o desemprego volta a aumentar até março (13,1%), para então retomar a trajetória de queda, culminando na taxa de 12,1% em agosto de 2018. O aumento inicial do desemprego no final de 2017 pode ser resultado de um maior número de demissões (devido à queda dos custos envolvidos com a reforma) ou da queda da confiança dos consumidores, embora o

mesmo não seja observável com relação aos empresários (Gráficos 13 e 14). Em 2018, por outro lado, o acentuado aumento nas expectativas dos consumidores e o efeito em direção oposta da reforma trabalhista (maior incentivo para contratar) podem ter sido causas da retomada na queda do desemprego.

A redução da taxa Selic (e da taxa real de juros), todavia, não resultou em maior demanda por crédito dos consumidores e das empresas, o que pode explicar parte do fraco desempenho da economia Brasileira em 2018. Nos gráficos 21 e 22 é notável a falta de reação da demanda por crédito frente à forte redução da taxa real de juros.

Gráfico 21

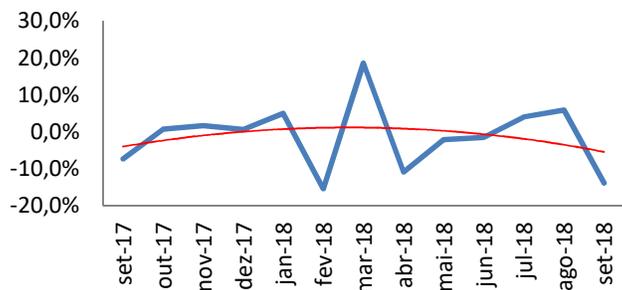
Demanda por crédito dos consumidores (2008=100)



Fonte: SERASA experian

Gráfico 22

Demanda por crédito das empresas

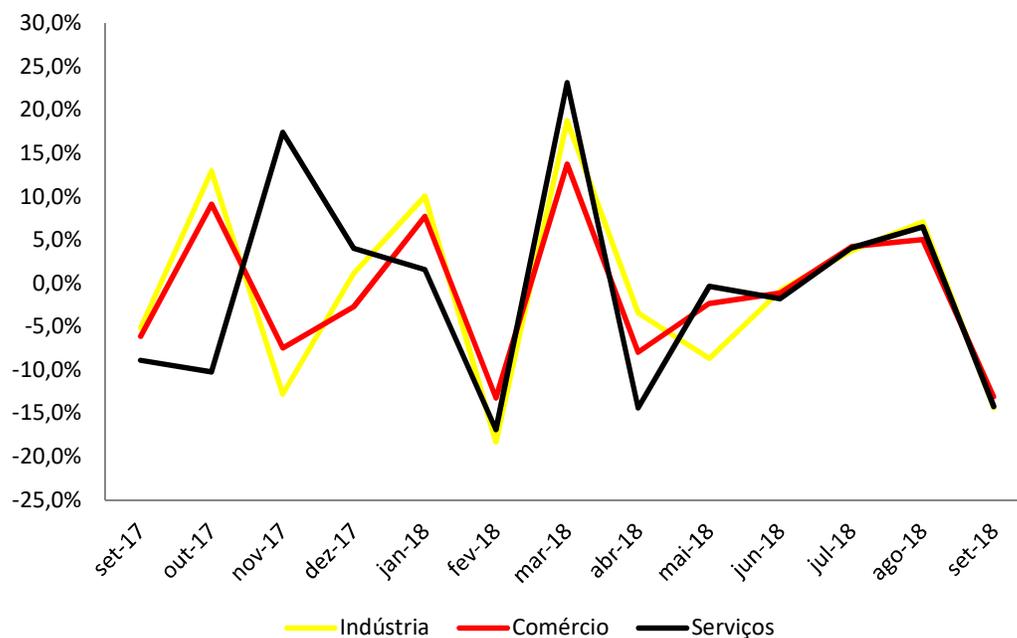


Fonte: SERASA experian

DESEMPENHO DOS SETORES

Gráfico 23

Crescimento dos principais setores



Fonte: SERASA experian

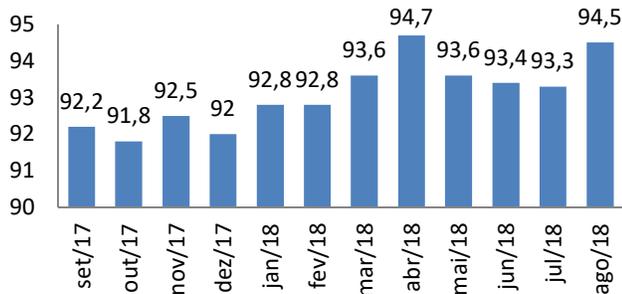
O crescimento dos setores de indústria, comércio e serviços tem desapontado, em contraponto com as expectativas relativamente otimistas dos empresários e dos consumidores em 2018. Houve um pico de crescimento entre fevereiro e abril (também acompanhado de aumento da demanda por crédito das empresas, vide Gráfico 22), o qual deu lugar para uma forte queda seguindo a greve dos caminhoneiros no final de maio. Uma leve recuperação se esboçou em agosto, somente para ser seguida novamente por forte queda em todos os setores.

O fato de que as expectativas se mostrem otimistas frente ao desempenho econômico fraco dos setores e à inelasticidade da demanda por crédito reforçam a tese de que este aumento de otimismo se deveu à vitória do candidato Jair Bolsonaro nas eleições de novembro, visto por alguns setores empresariais como favorável às reformas econômicas e ao ajuste fiscal. A combinação de fraco desempenho nos principais setores da economia (Gráfico 23) com o repique das expectativas inflacionárias (Gráfico 17), no entanto, indica sério prejuízo para a economia no final de 2018 e início de 2019.

DESEMPENHO DO COMÉRCIO

Gráfico 24

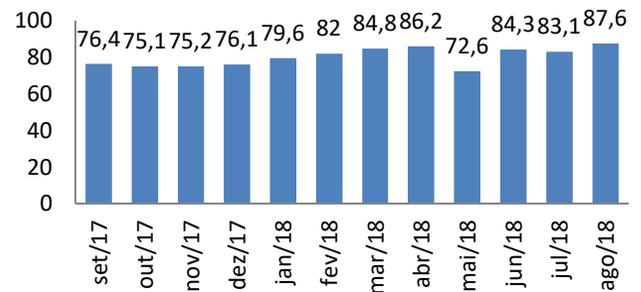
Comércio Varejista com ajuste sazonal (2014=100)



Fonte: Banco SIDRA

Gráfico 25

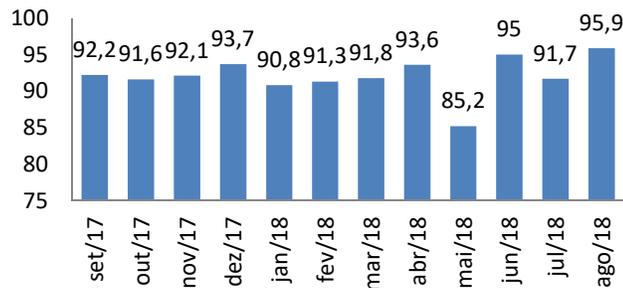
Veículos, motocicletas, partes e peças c/ ajuste sazonal (2014=100)



Fonte: Banco SIDRA

Gráfico 26

Materiais de construção com ajuste sazonal (2014=100)



Fonte: Banco SIDRA

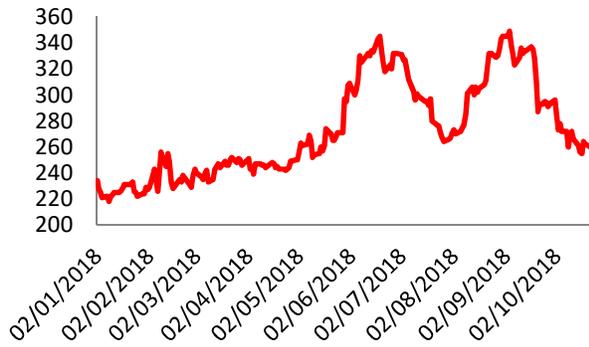
Pode-se observar nos Gráficos 21-23 os efeitos violentos da greve dos caminhoneiros sobre a economia, que derrubou os índices de comércio de maio de 2018, assim como a rápida recuperação do percentual perdido já no mês seguinte. Ambos comércio varejista e o de materiais de construção apresentam recuperação lenta, não diferindo significativamente nos valores entre setembro de 2017 e agosto de 2018.

O destaque é do setor de veículos, motocicletas, partes e peças, um dos mais importantes na economia nacional e que apresentou o maior crescimento no mesmo período, de 76,4 para 87,6 (o índice 100 representa a média do ano de 2014). Entretanto, é necessário observar o comportamento do setor nos próximos meses. Por um lado, o maior parceiro comercial do Brasil em relação à indústria automobilística – a Argentina – entrou em recessão em 2018, o que pode impactar negativamente a demanda por veículos nacionais. Por outro, o repique de expectativas otimistas pode ajudar a sustentar o crescimento do setor.

INVESTIMENTO

Gráfico 27

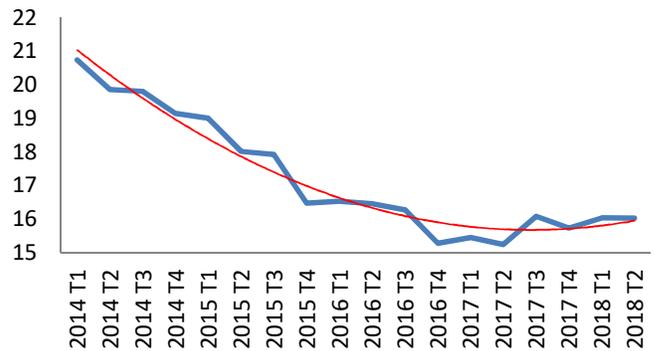
Risco-Brasil: 2018



Fonte: IPEA

Gráfico 28

Investimento nominal (% do PIB): 2014.1-2018.2



Fonte: IPEA

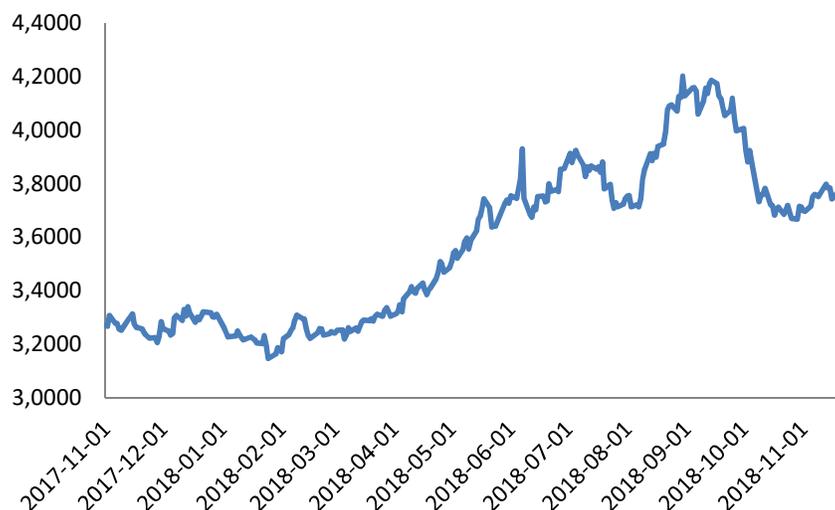
A taxa de investimento Brasileiro se mantém em patamares baixos em relação ao PIB, atingindo o nível de 16,03% do PIB no segundo trimestre de 2018. O comportamento da taxa de investimento acompanhou o ciclo econômico, decaído até o final de 2017 e em seguida voltando a subir com a recuperação em 2017. No longo prazo, níveis muito baixos de investimento se refletem negativamente sobre a estrutura produtiva do país, diminuindo o crescimento potencial de longo prazo (estimado atualmente em 2%, conforme o Gráfico 14). É de interesse observar a trajetória do índice de Risco-Brasil, sinalização da confiança com que a economia Brasileira é percebida no mundo. Embora tenha permanecido relativamente inalterado entre os extremos do período considerado (Gráfico 25), o índice disparou em junho, após a greve dos caminhoneiros, que desestabilizou gravemente a economia nacional. Após esboçar um retorno à normalidade, entretanto, o índice volta a subir em setembro, indicando possível refração dos investidores em meio à incerteza eleitoral, e cai novamente em outubro (possivelmente devido ao resultado eleitoral do primeiro turno das eleições).

Convencionou-se que cada 100 pontos de aumento no risco elevam a taxa natural de juros nacional em 1% em relação à taxa americana. Quando a Selic foi reduzida para 6,5%, em março de 2018, o risco se encontrava entre 230 e 250 pontos. Em 24 de outubro, o índice subiu para 269 pontos, indicando que não houve piora considerável da confiança dos investidores neste período e que, portanto, o índice de risco não é um fator que aponte para elevação da taxa Selic.

SETOR EXPORTADOR

Gráfico 29

Taxa de Câmbio real-dólar (set.2017-out.2018)



Fonte: St.Louis FED

Face à reação ainda fraca do consumo, da indústria e dos setores varejistas e de serviços, o canal exportador é sempre lembrado como possível canalizador de demanda agregada externa e saída para a crise. Para analisar esta possibilidade, é necessário observar o comportamento da taxa de câmbio, um dos principais determinantes da lucratividade das empresas exportadoras no curto prazo, e das balanças comerciais e de conta corrente.

A balança de conta corrente apresenta pequeno déficit (resultado da fraca demanda agregada da economia), o que, em conjunto com o elevado volume de reservas internacionais em dólares do Banco Central, sinaliza para a inexistência de maiores problemas em relação a conta corrente no curto prazo.

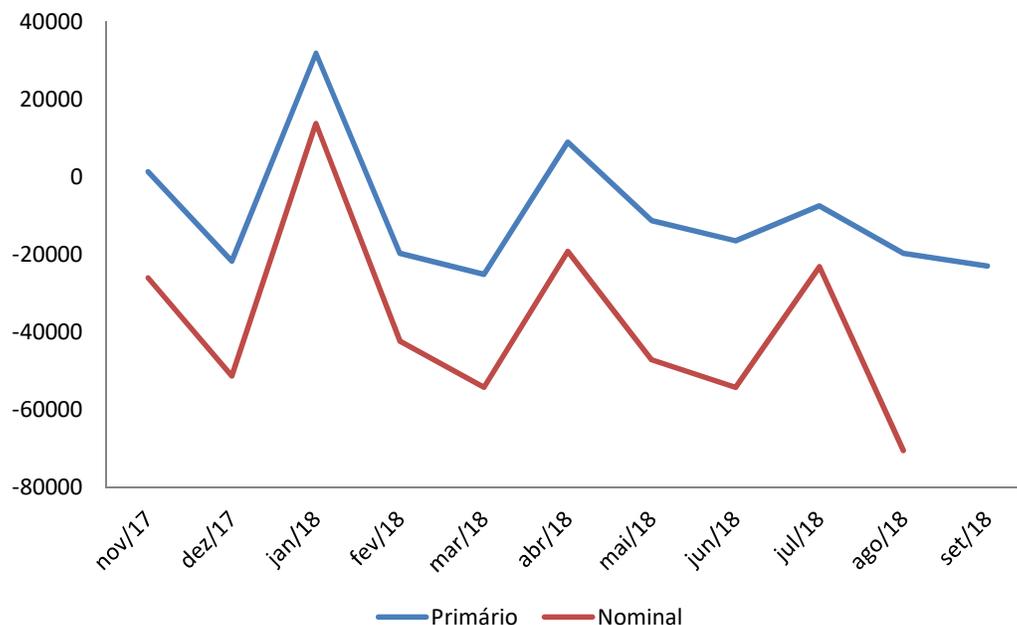
O real se valorizou fortemente frente ao dólar após a posse do Governo Michel Temer, isto apesar da redução da Taxa Selic a patamares mínimos históricos, indicando confiança externa na nova gestão. Entretanto, frente a diversas crises políticas, ao desgaste do Governo, ao abandono da agenda de ajuste fiscal, ao aumento da desconfiança em relação aos países emergentes e à elevação dos juros americanos, o real iniciou acentuada desvalorização ao longo de 2018. O fraco nível de consumo suaviza o repasse inflacionário da desvalorização, ao passo que o Governo Brasileiro é credor em dólares (logo, a desvalorização beneficia o orçamento). Por conseguinte, são mais consideráveis os efeitos da desvalorização sobre o setor exportador. A trajetória do câmbio, entretanto, mudou de direção no segundo semestre do ano, quando a possibilidade da vitória de um governo reformista e comprometido com o ajuste fiscal aumentou. Deste modo, os efeitos sobre as exportações são limitados e, caso a valorização do real se acentue, os efeitos poderão ser prejudiciais à retomada econômica.

A valorização do real também suscita questões sobre a elevação da Taxa Selic. Continuada a tendência observada no início do ano, poderia ser necessário o aumento dos juros para contrabalançar efeitos indiretos sobre a inflação. Essa possibilidade, no entanto, diminuiu após a valorização do real, o que indica que a Selic possa ser mantida no atual nível por um maior período de tempo.

ORÇAMENTO FEDERAL

Gráfico 30

Déficit do Governo Central (novembro de 2017-setembro de 2018)



Fonte:BCB

TABELA 2

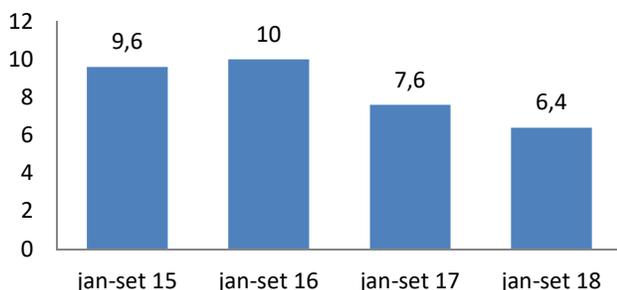
Déficit do Governo Central

Mês	Primário	Nominal
nov/17	1308	-26035
dez/17	-21732	-51266
jan/18	31782	13683
fev/18	-19735	-42231
mar/18	-25123	-54213
abr/18	8924	-19180
mai/18	-11224	-47132
jun/18	-16479	-54220
jul/18	-7503	-23130
ago/18	-19731	-70413
set/18	-22979	

A previsão para o déficit fiscal do ano de 2018 é de 159 bilhões de reais, embora analistas do mercado estimem um montante menor, de 141 bilhões (8). O governo prossegue um forte ajuste fiscal focado principalmente no corte de despesas discricionárias, como o investimento público. Mesmo com o esforço de contenção fiscal, entretanto, a trajetória da dívida pública continua explosiva, se devendo também ao próprio financiamento necessário para pagar os juros da dívida. Conforme observável no Gráfico 30 e na Tabela 2, o déficit nominal atinge valores muito maiores do que o primário.

Gráfico 31

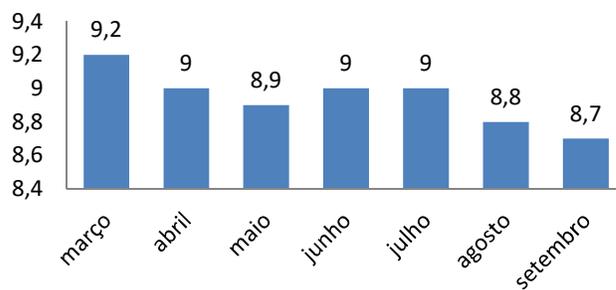
Taxa de juros implícita na DBGF(jan-set:2015-18)



Fonte:BCB

Gráfico 32

Taxa de juros implícita na DBGF (acumulado em 12 meses:2018)



Fonte:BCB

Mesmo com a situação precária do orçamento público, as expectativas continuam bem comportadas. O Risco-Brasil (Gráfico 27) está baixo, o real se valorizou nos últimos meses (Gráfico 29) e empresários e consumidores se mostram otimistas no final de 2018 (Gráficos 15 e 16). A exceção são as expectativas de inflação, que têm aumentado ao longo de 2018 (Gráfico 17). Este contexto tem permitido a manutenção da Taxa Selic em um mínimo histórico, o que contribuiu para reduzir acentuadamente a despesa do governo com juros nominais, em relação aos anos anteriores (Gráfico 31). Na medida em que o custo da rolagem da dívida cai, o aumento da dívida apresenta inclinação menos ascendente, ampliando o tempo de ação para que o governo realize o ajuste fiscal.

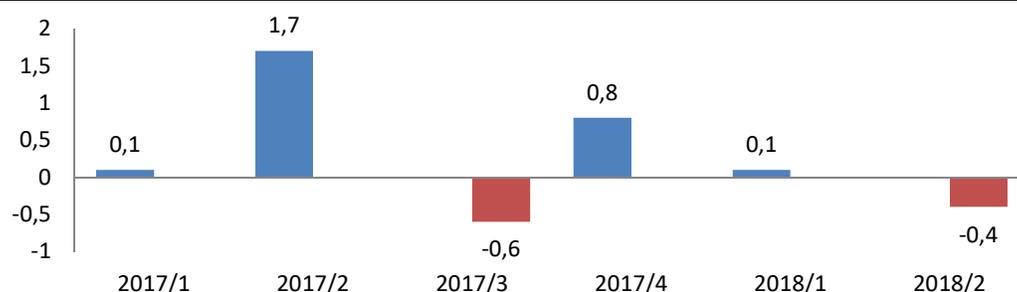
Ao longo de 2018, as taxas de juros implícitas na dívida bruta do governo geral também caíram de 9,2% em março para 8,7% em setembro, curso interrompido apenas por momentânea elevação dos juros nos meses de junho e julho, possivelmente decorrente da greve dos caminhoneiros.

A demora em realizar o ajuste fiscal pode ser um dos motivos do aumento das expectativas inflacionárias (Gráfico 17), e pressiona a taxa de juros de equilíbrio (o que pode pressionar o Banco Central a elevar a Taxa Selic mais cedo do que o esperado).

MINAS GERAIS

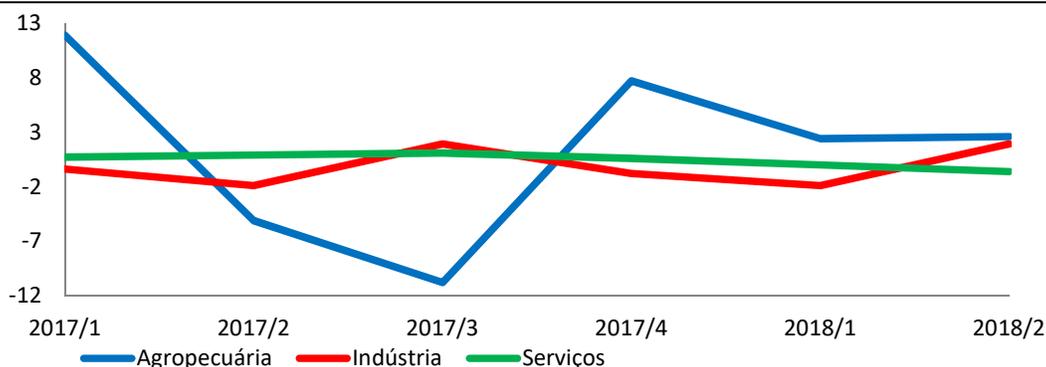
Minas Gerais é a terceira unidade da federação mais importante em termos econômicos do Brasil e, da mesma forma, foi uma das mais gravemente afetadas pela crise de 2014-17. O estado é importante não somente como um enorme polo industrial e agropecuário, mas também como um grande canal exportador – importante para que se mantenha o superávit comercial nacional. Analisaremos as principais regiões de Minas, que perfazem 92 % de seu PIB: a região Metropolitana de Belo Horizonte, a região Sul, a Zona da Mata, o Triângulo Mineiro, o Vale do Rio Doce, o Norte e o Oeste.. Começaremos, contudo, pela análise do estado como um todo.

Variação PIB MG: quadrimestres (2017.1-2018.2)



Fonte: Fundação João Pinheiro

Variação PIB de MG por setores: quadrimestres (2017.1-2018.2)



Fonte: Fundação João Pinheiro

A economia mineira registra um desempenho muito fraco do PIB. O ano de 2017 foi puxado por uma safra agrícola recorde, representada por um pico de crescimento de 1,7% no segundo semestre seguido pela queda de 0,6% no terceiro. Em 2018, entretanto, a performance da economia regional tem sido ainda menor do que a nacional, registrando uma estagnação no primeiro semestre e uma queda no segundo.

Podemos decompor esse crescimento entre os três principais setores da economia. Os serviços, como sempre, mantém relativa constância. O crescimento da agropecuária, por sua vez, acompanhou o ciclo agrícola: é observável o enorme crescimento seguido de acentuada queda em 2017. Em 2018, no entanto, a safra e por conseguinte o ciclo agrícola foram menores. A indústria mostra dificuldade em se recuperar, alternando entre pequenas quedas e crescimentos. Dos seis semestres observados, em quatro a indústria registrou uma queda do nível de produto.

Razão entre a participação da mesorregião nos setores de Minas Gerais e a participação da Mesorregião no PIB de Minas Gerais: Principais regiões de MG

Territórios	Agricultura	Indústria	Serviços
Metropolitana de BH	0,12	1,15	1,05
Triângulo Mineiro	1,73	1,12	0,92
Sul/Sudoeste	1,46	0,81	1,03
Zona da Mata	1,10	0,75	1,05
Vale do Rio Doce	0,86	1,03	0,95
Oeste	1,44	0,98	0,96
Norte	1,62	0,65	0,92

Fonte: SAFRA

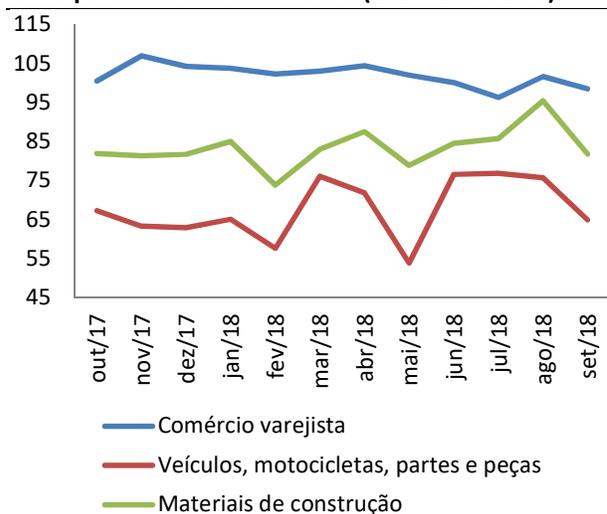
A tabela acima registra a proporção entre a participação de cada mesorregião no total de Minas Gerais para um dado setor e a proporção dessa mesma região para o PIB total do Estado. É, em outras palavras, um indicador da importância relativa de cada setor para cada região.

Como observado, a safra agrícola de 2018 não conseguiu reproduzir a de 2017, originando um menor crescimento agropecuário. Não obstante, esse é o setor que registrou o maior crescimento entre os três (mesmo após a queda no segundo semestre). Dessa forma, regiões como o Triângulo Mineiro, o sul, norte e oeste podem receber estímulo econômico, mesmo que pequeno.

O crescimento pífio da indústria, por outro lado, prejudica e atrasa a recuperação de regiões cuja dependência no setor industrial é grande, nomeadamente a região metropolitana de Belo Horizonte, o Vale do Rio Doce e o Triângulo Mineiro. Cabe ressaltar efeitos opostos da indústria e da agricultura nesse último, com a ressalva de que o setor agropecuário é mais importante nessa região.

Acrescenta-se à fraca recuperação da indústria a falta de sinais positivos em relação ao comércio. O gráfico ao lado mostra a tendência de estagnação nos principais setores de comércio, o varejista, o de materiais de construção e o de veículos, motocicletas, partes e peças. As três apresentam aproximadamente o mesmo nível de um ano atrás. O destaque foi o setor de veículos, que reagiu de forma mais errática esse ano mas que voltou, também, aos níveis de 2017.

Principais setores do comércio (2017.10-2018.9)



Fonte: SIDRA

Pauta exportadora Mineira

Varição nominal da pauta exportadora Mineira: Principais itens

2018.1:10/2017.1:10 (em ordem decrescente de importância)

Minerios, escórias e cinzas	21,45	Açúcares e produtos de confeitaria	39,80
Ferro fundido, ferro e aço	1,02	Carnes e miudezas, comestíveis	0,92
Café, chá, mate e especiarias	10,94	produtos químicos	22,57
Sementes, frutos, grãos	36,66	Reatores nucleares, equipamentos mecânicos	11,03
pérolas, pedras, metais	2,44	Obras de ferro fundido, ferro ou aço	1,21
indústria automobilística	11,46	Resíduos alimentares e alimentos para animais	53,71
Pastas de madeira, papel	20,43	Zinco e suas obras	14,82

Fonte: Comex Stat

Varição nominal da pauta importadora Mineira: Principais itens

2018.1:10/2017.1:10 (em ordem decrescente de importância)

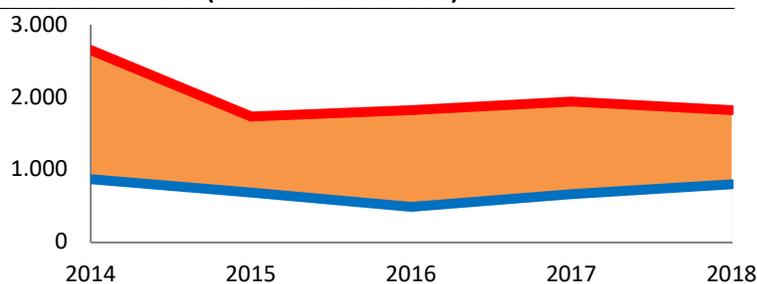
Indústria automobilística	184,76	Plásticos e suas obras	5,09
Reatores nucleares, equipamentos mecânicos	0,70	Minerios, escórias e cinzas	48,68
Maquinas, aparelhos e materiais elétricos	10,91	Obras de ferro fundido, ferro ou aço	22,81
Combustíveis e óleos minerais	8,78	Sal; enxofre; pedras; gesso, cal e cim.	62,80
Adubos (fertilizantes)	-4,39	Alumínio e suas obras	75,31
Produtos químicos orgânicos	27,69	indústrias químicas	25,48
indust. ópticos, de fotografia e médicos	25,59	Ferro fundido, ferro e aço	67,38

Fonte: Comex Stat

Minas Gerais é o segundo maior estado exportador do Brasil, responsável por grande parte das exportações da balança comercial. Um de seus principais canais de crescimento, portanto, é o externo, puxado principalmente pela exportação agropecuária, mineral e automobilística. Entretanto, esse não parece ser uma possível via para a recuperação local – grandes importadores Brasileiros, como a Argentina, passam por dificuldades econômicas sérias. Itens importantes da pauta exportadora mineira sofreram queda acentuada nas exportações, como minérios, ferro, café, indústria automobilística, açúcares e carnes. As importações, por outro lado, subiram positiva e intensamente em 2018, o que pode sinalizar futuras dificuldades na balança comercial mineira. Desse modo, é registrada uma diminuição do superávit comercial do estado (gráfico abaixo).

O desempenho fraco do canal exportador levanta primeiro, dúvidas sobre a recuperação das regiões sul, central (metropolitana), e Triângulo Mineiro, nas quais o comércio externo desempenha papel importante. Além disso, dada a precária situação fiscal do estado, conclui-se que serão necessários aumentos do consumo e do investimento privado como meios para alavancar a economia e elevar a receita orçamentária.

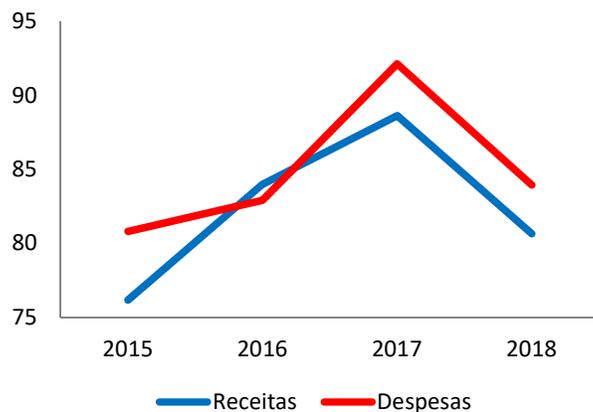
Balança comercial mineira (em milhares de reais)



Fonte: Ministério da Indústria, Comércio e Serviços

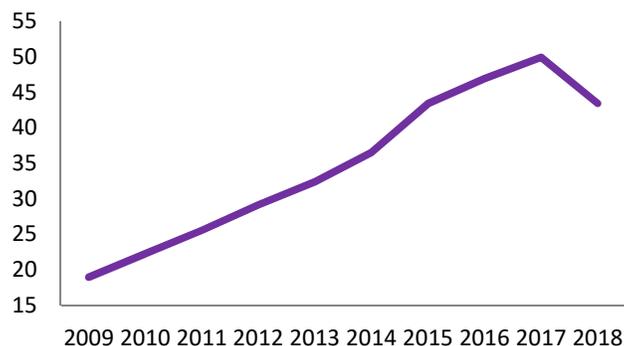
GOVERNO DE MINAS GERAIS

Orçamento estadual de Minas Gerais (2015-18)



Fonte: Portal da Transparência

Despesas com pessoal do Governo de MG: 2009-18



Fonte: Portal da Transparência

O estado das contas públicas de Minas Gerais é um dos mais graves da Federação, refletindo-se no gasto com execução da dívida - que chegou a 5,42 bilhões de reais em 2018. O aumento das despesas parece ocorrer principalmente puxado por despesas com pessoal, que cresceram ininterruptamente desde 2009. Conjugou-se ao aumento de gastos, entretanto, a queda das receitas decorrente da forte crise econômica nacional. Como observável nos gráficos acima, tem ocorrido esforço para contenção de gastos (com redução na folha de pagamento desde 2017), embora o corte de gastos tenha dificuldade de acompanhar a contínua queda de receitas.

A grave crise fiscal Mineira é, de fato, um dos fatores mais preocupantes sobre a situação do Estado tanto no curto quanto no longo prazo. Não somente a irresponsabilidade fiscal resultará em maiores estoques de dívida e conseqüentemente maiores encargos a serem servidos nos próximos anos, como também restringirá seriamente a capacidade estatal de investimento. Em um contexto em que infraestrutura é necessária como meio para introduzir e ampliar o escopo de Minas Gerais no comércio internacional, o resultado fiscal negativo resultará em grande prejuízo para a economia regional na próxima década.

SÍNTESE

O Brasil se recupera fracamente ao longo de 2018, com expectativa de crescimento de 1,34% (29/10) (7). A conjuntura internacional é marcada por focos de instabilidade preocupantes, quais sejam o aquecimento da economia americana e consequente elevação dos juros do FED; as crises cambiais na Turquia e na Argentina; os prospectos de uma guerra comercial entre os EUA e a China; e a instabilidade econômica na Europa.

Internamente, a economia anda a passos lentos, mesmo após o estímulo monetário da menor taxa histórica de juros. A greve dos caminhoneiros em maio de 2018 afetou praticamente todos os setores de forma violenta e contribuiu para elevar as expectativas de inflação. Embora a economia real tenha recuperado o que perdeu com a greve rapidamente, o mesmo não ocorreu com as expectativas inflacionárias. O crescimento industrial, por sua vez, é puxado pelo setor de veículos, motocicletas, partes e peças, enquanto o comércio varejista e o de materiais de construção ainda apresentam resultados fracos.

É marcante o contraste entre o estado real da economia e as elevadas expectativas dos consumidores e empresários. A diferença pode se dever à eleição do Presidente Jair Bolsonaro, cujo plano de governo suscitou expectativas otimistas em certos segmentos do mercado, contribuindo para valorizar o real em relação ao dólar (cotação de 3,65 em 28/10). A dose extra de confiança pode conceder um intervalo de ação maior ao novo governo, desde que esse se atenha à agenda de ajuste fiscal ao longo de 2019. Além disso, a convergência da inflação para a meta em 2018, conjugada com a valorização do real no segundo semestre e a manutenção do risco-brasil em patamares baixos, aponta para a possibilidade de que a Selic se mantenha em seu nível atual por um período maior de tempo.

O desemprego, após esboçar tendência de alta na passagem de 2017 a 2018, retomou a queda de forma lenta ao longo de 2018. É necessária análise mais detalhada para discernir os relativos pesos da reforma trabalhista, da queda da taxa de juros, do ambiente externo e do desempenho econômico do comércio e da indústria sobre a redução do desemprego.

A situação econômica de Minas Gerais é pior do que a do país como um todo. O Estado encontra dificuldades de se recuperar, com desempenhos pífios na indústria e no setor de serviços. A agricultura parece ser o único fator positivo, embora pequeno. Os prospectos para a região mineira nos próximos anos não são positivos, visto que o Estado passa por uma severa crise fiscal, a instabilidade econômica mundial prejudica o canal exportador e o fraco desempenho interno prejudica o consumo e investimento privados.

NOTAS:

- 1) Todas as linhas de tendência foram traçadas no Excel
- 2) Gráfico 15: Taxa de juros real foi obtida pela subtração da meta da Taxa Selic pelo índice de inflação acumulada nos últimos 12 meses IPCA.
- 3) Gráficos 18 e 19: As taxas de juros reais esperadas para 2018 e 2019 foram obtidas pela subtração da taxa Selic esperada do índice IPCA esperado para os respectivos anos.

REFERÊNCIAS:

- (1) <https://www.independent.co.uk/news/business/news/us-unemployment-rate-latest-jobs-workers-1969-jobs-a8570256.html>
- (2) <https://www.theguardian.com/business/live/2018/jun/14/ecb-qe-stimulus-mario-draghi-fed-rate-hike-uk-retail-sales-business-live>
- (3) <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/09/banco-central-da-turquia-eleva-taxa-de-juros-para-24.shtml>
- (4) <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/08/banco-central-da-argentina-eleva-taxa-de-juros-para-60.shtml>
- (5) <https://economictimes.indiatimes.com/news/economy/finance/indias-current-account-deficit-is-expected-to-widen-to-2-8-of-gdp-this-fiscal-nomura/articleshow/65458882.cms>

- (6) <https://www.nytimes.com/2018/10/23/world/europe/italy-budget-eu.html>
- (7) <https://www.valor.com.br/brasil/5955779/mercado-faz-1-revisao-para-cima-desde-marco-no-resultado-do-pib>
- (8) <https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/09/13/mercado-reduz-para-r-141-bilhoes-previsao-de-rombo-nas-contas-do-governo-em-2018.ghtml>
- (9) <https://www.ft.com/content/75c895a0-eeee-11e8-8180-9cf212677a57?fbclid=IwAR25gxD9JTK4v87yXIONmUp5T0k5u6gF-vckq8iGtiD2WBws-vlJ8pNnuEI>
- (10) <https://www.ft.com/content/1e3639a6-e5e7-11e8-8a85-04b8afea6ea3>
- (11) <https://piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/trump-trade-war-china-date-guide>
- (12) https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/italian-budget-case-contractionary-fiscal-expansion?fbclid=IwAR38zfi1EFmLyFMkoHGef3k1MFjAQd8jFOGcJ0_Tmie1tsK6qawIULvxXJg