

## Uma recuperação sólida, ainda que lenta

Os dados do IBGE apontaram um crescimento de 0,1% do PIB no 3º trimestre deste ano em comparação aos três meses imediatamente anteriores, marcando o 3º trimestre consecutivo de expansão após 11 trimestres de profunda recessão entre 2014 e 2016. Em que pese o crescimento muito modesto neste 3º trimestre, nossa impressão é que essa divulgação trouxe sinais de maior robustez do processo de recuperação cíclica por dois motivos. Em primeiro lugar, houve uma revisão para cima nos dados dos dois trimestres anteriores, fazendo com que o crescimento acumulado no período alcançasse 2%, ante 1,3% na estimativa original. Em segundo lugar, os dados do 3º trimestre mostram maior vigor da demanda doméstica. De fato, a soma dos gastos de consumo privado e a formação bruta de capital fixo (a que chamaremos de demanda privada doméstica final) teve crescimento de 1,3% em relação ao trimestre imediatamente anterior.

Olhando em maior detalhe cada um desses componentes, vê-se que o consumo privado teve crescimento de 1,2% em comparação ao trimestre anterior, mantendo a trajetória de expansão pelo terceiro trimestre consecutivo. Esse resultado, na sequência de outra expansão de igual magnitude nos três meses anteriores, é especialmente expressivo porque no 2º trimestre houve a liberação dos recursos do FGTS em volume equivalente a cerca de 2,5% do PIB trimestral. Embora haja incerteza sobre o tamanho e a distribuição no tempo dos efeitos dessa medida sobre o consumo, seria razoável supor que o impacto tenha sido mais forte no período em que os recursos foram liberados. Dada a não-recorrência desse estímulo, poderia ter havido uma acomodação do consumo no 3º trimestre, o que não ocorreu.

No que tange à formação bruta de capital fixo, a expansão de 1,6% do 3º trimestre foi a primeira após 15 trimestres de uma queda ininterrupta, ao longo da qual acumulou-se uma impressionante retração de 28,3%. Nossa impressão é que essa expansão mais forte e disseminada da demanda doméstica final é principalmente resultado da distensão monetária colocada em curso pelo Banco Central a partir de fins de 2016. Como tipicamente há uma defasagem de vários trimestres entre os movimentos de taxas de juros e seus efeitos sobre a atividade, tudo indica que a maior parte do impacto expansionista da queda dos juros ainda está por se materializar nos próximos trimestres. Exatamente por isso, nossa expectativa é que a recuperação cíclica que se esboçou nos últimos trimestres se mostre sustentável e, mais do que isso, haja alguma aceleração em 2018.

Em adição às condições domésticas, o Brasil deve continuar se beneficiando de condições externas favoráveis. Há uma trajetória de expressiva aceleração do crescimento mundial neste ano e as perspectivas para 2018 são ainda positivas. Especialmente no caso da economia norte-americana, aumentou nas últimas semanas a chance de aprovação de uma reforma tributária que traria consigo um impulso fiscal de alguma importância, implicando um estímulo adicional a uma economia que já está em trajetória de aceleração. Além disto, nesse contexto de aceleração do crescimento mundial os termos de troca para Brasil acumulam melhora de 16% desde o início de 2016. Isso contribui para a manutenção de um quadro mais favorável para o balanço de pagamentos e representa um ganho de renda para os setores produtores de commodities.

Em direção oposta, há também fatores que atuam no sentido de restringir a velocidade da recuperação. A resposta dos spreads bancários e das condições de crédito à queda da taxa Selic tem sido lenta em comparação aos ciclos anteriores. O excesso de endividamento das empresas no período que antecedeu a crise parece levar a um comportamento mais conservador dos que tomam e dos que concedem crédito. Além disto, as taxas de juros de longo prazo caíram muito menos que a taxa Selic, de forma que a estrutura a termo está excepcionalmente inclinada. Isto parece refletir principalmente o enorme desequilíbrio fiscal e a incerteza a respeito da capacidade e disposição do futuro governo de levar adiante a complexa agenda de reformas requerida para estabilizar a dívida pública. Nesse sentido, deve ficar claro que, em que pese o agressivo ciclo de distensão monetária, as condições financeiras estão mais apertadas do que estariam em um contexto de menor incerteza fiscal e política. Ademais, essa mesma incerteza cria um ambiente mais adverso para decisões de investimento, que tipicamente envolvem horizontes de longo prazo.

Somando-se tudo, a trajetória de recuperação cíclica tem dado sinais de maior disseminação e solidez, embora seu ritmo seja modesto. Esperamos que a expansão do PIB ao redor de 1,1% deste ano acelere para algo mais próximo a 3% em 2018. Trata-se um ritmo bastante lento em comparação à saída das recessões dos últimos 20 anos. Um ritmo mais forte e um horizonte mais longo de crescimento pressupõem que a incerteza eleitoral se resolva de forma benigna, aumentando a confiança dos agentes econômicos em uma trajetória de enfrentamento dos nossos graves desequilíbrios fiscais.

---

**Alexandre Bassoli**

*Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.*