

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Novas projeções para o PIB

As projeções para o PIB de 2017 e 2018 foram revisadas para 0,7% (de 0,46%) e 2,3% (de 1,96%)¹. O ajuste para cima é justificado pela incorporação do resultado positivo do segundo trimestre divulgado pelo IBGE (alta de 0,3% frente ao mesmo período de 2016 e de 0,2% em relação ao trimestre anterior) e também pelo desempenho dos indicadores econômicos de alta frequência, com destaque ao volume de vendas no varejo ampliado e à produção industrial, que apontam, em conjunto, para elevação moderada da atividade produtiva no terceiro trimestre (estimada em 0,2% na margem).

O dado negativo da produção industrial referente a agosto (queda de 0,8% na comparação mensal, após uma sequência de quatro meses de alta), isoladamente, não altera essa visão. No trimestre encerrado em agosto, o índice sustentou expansão de 1,6% em relação ao trimestre anterior (ante 1,8% no trimestre encerrado em julho), com crescimento espalhado e equilibrado, em termos de contribuição para o resultado agregado, entre as categorias pesquisadas: bens de capital (6,3% ante 6,4%), bens intermediários (1,4% ante 1,4%) e bens de consumo (2,2% ante 1,7%).

Com a diluição dos efeitos da produção agrícola sobre o PIB, o consumo das famílias assume o papel de protagonista no processo de retomada da economia, sustentado pelos efeitos propiciados pelos saques do FGTS e PIS/Pasep, pela queda da inflação e pela redução da taxa real de juros da economia. O cenário de crescimento projetado para 2017 (sintetizado na tabela 1) embute expansão de 0,8% do consumo das famílias, ainda assim insuficiente para compensar as contrações dos investimentos (-2,8%) e do consumo do governo (-1,7%), que determinam a contração esperada da demanda interna (-0,3%). A projeção para o PIB de 2018 contempla um quadro de expansão mais distribuído entre os setores produtivos, inclusive com a reativação dos investimentos, para os quais se espera crescimento de 4,5%.

TABELA 1. PROJEÇÕES PARA O PIB EM 2017 E 2018

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	3.0%	0.5%	-3.8%	-3.6%	0.7%	2.3%
Agropecuária	8.4%	2.8%	3.6%	-6.6%	11.0%	3.2%
Indústria	2.2%	-1.5%	-6.3%	-3.8%	-0.2%	3.0%
Serviços	2.8%	1.0%	-2.7%	-2.7%	0.2%	2.1%
Demanda interna	3.6%	0.7%	-5.4%	-4.7%	-0.3%	2.2%
Famílias	3.5%	2.3%	-3.9%	-4.2%	0.8%	2.3%
Governo	1.5%	0.8%	-1.1%	-0.6%	-1.7%	0.3%
FBCF	5.8%	-4.2%	-13.9%	-10.2%	-2.8%	4.5%
Exportações líquidas	-0.7%	0.1%	2.6%	1.7%	0.2%	-0.1%
Exportações	2.4%	-1.1%	6.3%	1.9%	4.8%	3.9%
Importações	7.2%	-1.9%	-14.1%	-10.3%	3.2%	4.6%

Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

No trimestre encerrado em julho, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção da agropecuária, da indústria e do setor de serviços, registrou variação de 0,2% em relação ao trimestre anterior. A partir das aberturas regionais do índice e de um conjunto de informações mais detalhado da safra agrícola, é possível observar um paralelismo entre a perda de ritmo de expansão da atividade econômica a partir de maio e o fim da apropriação dos efeitos da safra recorde de grãos. Conforme evidenciado na tabela 2, o crescimento do IBC-Br entre os meses de fevereiro e abril ocorreu de forma generalizada entre as cinco regiões do

¹ Essa é a primeira revisão das estimativas do PIB desde a primeira edição do Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF), no início do ano.

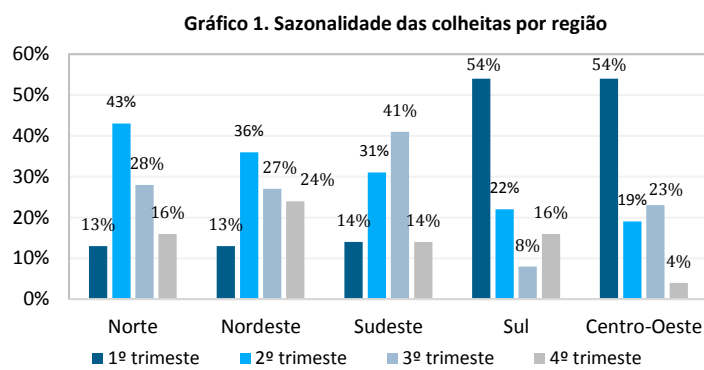
país, destacando-se os resultados do IBC-Sul, IBC-Centro-Oeste e IBC-Nordeste. No trimestre encerrado em julho, o IBC-Nordeste recuou 1,8% e o IBC-Sul registrou variação de -0,8% (mesma magnitude do resultado de junho).

TABELA 2. EVOLUÇÃO DO IBC-BR POR REGIÕES: TRIMESTRE/ TRIMESTRE IMEDIATAMENTE ANTERIOR

	jan-17	fev-17	mar-17	abr-17	mai-17	jun-17	jul-17
IBC-Br	0.0%	0.6%	1.3%	1.5%	0.7%	0.4%	0.2%
Norte	-0.4%	0.8%	1.5%	1.6%	1.5%	2.2%	1.9%
Nordeste	-0.2%	0.0%	1.1%	2.6%	2.7%	1.2%	-1.8%
Sudeste	-0.1%	0.3%	0.7%	0.7%	0.5%	0.8%	1.1%
Sul	1.0%	2.8%	3.8%	3.4%	0.6%	-0.8%	-0.8%
Centro-Oeste	0.3%	1.3%	2.2%	1.9%	0.9%	0.6%	1.7%

Fonte: BCB. Elaboração: IFI.

A estimativa mais recente do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA)² aponta acréscimo de 30,4% na safra nacional de grãos em relação a 2016, com destaque para o crescimento das colheitas nas regiões Centro-Oeste (39,8%), Nordeste (88,9%) e Sul (16,7%). De acordo com informações publicadas recentemente pelo Banco Central³, as três regiões concentram 73%, 49% e 76% de sua produção no primeiro semestre, (Gráfico 1), de modo que o efeito da safra no PIB já foi, em grande medida, apropriado até junho.



Apesar do impulso indireto sobre a cadeia produtiva – com impacto sobre determinadas atividades industriais, comerciais e de serviços, além de contribuir com o fortalecimento das exportações –, o vetor de crescimento da atividade no segundo semestre, pelos dados apresentados, torna-se cada vez menos dependente da produção agrícola. Assim, o fôlego presente no consumo das famílias assume o protagonismo para que o processo de retomada do PIB seja sustentado nos próximos trimestres. Nesse sentido, vale destacar que a expansão das vendas no comércio varejista ampliado tem ocorrido de maneira disseminada (Tabela 3). No trimestre encerrado em julho, houve elevação em oito dos dez segmentos pesquisados, destacando-se, em termos de contribuição para o resultado agregado, as vendas de bens duráveis: “veículos, motocicletas, partes e peças” (5,1%), “material de construção” (3,4%) e “móveis e eletrodomésticos” (3,8%).

TABELA 3. EVOLUÇÃO DA PMC: TRIMESTRE/ TRIMESTRE IMEDIATAMENTE ANTERIOR

	jan-17	fev-17	mar-17	abr-17	mai-17	jun-17	jul-17
Vendas no varejo (restrito)	0.9%	2.0%	3.6%	2.1%	1.1%	0.7%	1.1%
1) Combustíveis e Lubrificantes	-0.2%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.0%
2) Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	1.0%	2.6%	3.9%	0.1%	-1.9%	-1.8%	0.4%
3) Tecidos, vestuário e calçados	3.2%	8.7%	13.7%	11.0%	4.0%	0.0%	-2.3%
4) Móveis e eletrodomésticos	3.2%	2.7%	5.6%	6.4%	7.5%	4.5%	3.8%
5) Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	1.4%	1.8%	2.4%	1.9%	0.9%	0.8%	1.1%
6) Livros, jornais, revistas e papelaria	1.2%	1.9%	4.4%	4.3%	1.5%	-3.2%	-3.9%
7) Equipamentos e material para escritório, informática e comunicação	4.3%	0.4%	-3.3%	-0.8%	5.1%	9.1%	6.7%
8) Outros artigos de uso pessoal e doméstico	2.4%	-1.6%	-1.8%	-1.4%	1.6%	2.8%	3.4%
Vendas no varejo (ampliado)	1.8%	2.8%	3.5%	2.5%	1.4%	1.7%	2.1%
9) Veículos, motocicletas, partes e peças	1.4%	1.8%	2.2%	1.6%	1.8%	3.3%	5.1%
10) Material de construção	6.1%	6.8%	6.2%	2.1%	2.6%	2.0%	3.4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

² Ver: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2415/epag_2017_ago.pdf

³ Ver: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletimregional/port/2017/07/br201707b3p.pdf>

A liberação de cerca de R\$ 44 bilhões das contas inativas do FGTS entre março e julho de 2017 é um catalisador deste processo. Cálculos da IFI, considerando a hipótese de que 45% dos recursos foram destinados para consumo, indicam impacto estimado em torno de 0,48 ponto percentual do PIB de 2017. A estimativa é conservadora, pois não foram considerados os efeitos indiretos sobre a atividade da utilização de parte dos recursos para quitação de dívidas, o que abriu espaço para consumo no futuro. Além do FGTS, o anúncio da liberação de aproximadamente R\$ 16 bilhões de recursos do PIS/Pasep, a partir de outubro, também pode ajudar a estimular o consumo. Nesse caso, o efeito sobre a atividade é estimado em 0,2 ponto percentual, $\frac{3}{4}$ dos quais deverá ser absorvido ainda em 2017.

Como o impulso gerado pela liberação dos saques do FGTS e PIS/Pasep é, em grande medida, pontual, o avanço do consumo está condicionado à evolução da massa salarial (influenciada principalmente pelo processo de queda da inflação), das novas concessões de crédito para pessoas físicas e da redução do comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida junto ao sistema financeiro nacional, que advém da redução do peso dos juros.

Como reflexo da recuperação cíclica que gradualmente se consolida nos dados de atividade econômica, o mercado de trabalho tem exibido sinais de melhora. No trimestre encerrado em agosto, de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua, a massa salarial avançou 2,7% em relação ao mesmo período do ano anterior, em termos reais, resultado do crescimento de 1,0% da população ocupada e de 1,9% do rendimento médio real do trabalho. Os números detalhados na tabela 4 apontam que, com exceção de empregados no setor público, os ganhos reais de renda do trabalho se concentram nos grupos de remuneração mais elevada: empregados com carteira de trabalho no setor privado e empregadores.

Na composição do emprego ainda prevalece o avanço de vagas ligadas à informalidade: sem carteira assinada e por conta própria. A população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 2,2% no trimestre encerrado em agosto, na comparação com o mesmo período do ano anterior, mas o ritmo de queda tem diminuído desde maio (Tabela 4). Na mesma direção, os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) apontam criação líquida de vagas desde abril de 2017. Em agosto, a geração de postos com carteira assinada foi de 35,4 mil.

TABELA 4. POPULAÇÃO OCUPADA, RENDIMENTO E MASSA SALARIAL: TRIMESTRE/ TRIMESTRE IMEDIATAMENTE ANTERIOR

	Nível em agosto/17	jan-17	fev-17	mar-17	abr-17	mai-17	jun-17	jul-17	ago-17
População Ocupada (mil pessoas)	91.061	-1.9%	-2.0%	-1.9%	-1.5%	-1.3%	-0.6%	0.2%	1.0%
Com carteira assinada	33.412	-3.7%	-3.2%	-3.5%	-3.6%	-3.4%	-3.2%	-2.9%	-2.2%
Sem carteira assinada	10.757	6.4%	5.5%	4.7%	3.1%	4.1%	5.4%	5.6%	5.4%
Trabalhador doméstico	6.111	-2.8%	-2.6%	-2.6%	-1.9%	-2.3%	-2.0%	-1.4%	-0.2%
Setor público	11.460	-1.8%	-1.7%	-0.9%	-0.6%	-0.2%	0.0%	1.7%	0.9%
Empregador	4.213	8.6%	9.5%	10.8%	10.6%	9.3%	13.1%	10.8%	6.8%
Conta própria	22.846	-3.9%	-4.9%	-4.6%	-3.1%	-2.6%	-1.8%	0.0%	2.7%
Rendimento médio real	R\$ 2,105	1.3%	2.5%	2.5%	2.7%	2.3%	3.0%	3.0%	1.9%
Com carteira assinada	R\$ 2,033	0.3%	0.6%	0.3%	0.6%	1.4%	3.7%	3.6%	3.0%
Sem carteira assinada	R\$ 1,206	-2.3%	1.4%	7.7%	3.9%	0.4%	-3.0%	-3.5%	-2.2%
Trabalhador doméstico	R\$ 836	-0.7%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.6%	1.2%	1.1%	0.5%
Setor público	R\$ 3,261	3.3%	5.1%	4.3%	2.3%	1.9%	1.2%	0.3%	0.0%
Empregador	R\$ 5,475	6.6%	7.1%	4.0%	5.6%	2.7%	5.4%	7.3%	8.0%
Conta própria	R\$ 1,532	-3.6%	-2.5%	-2.1%	-0.4%	-1.0%	-1.2%	-0.5%	-2.4%
Massa salarial (em milhões de R\$)	R\$ 186,7	-0.3%	0.7%	0.7%	1.1%	0.9%	2.3%	3.1%	2.7%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O processo desinflacionário em curso desde o começo de 2016, quando a variação acumulada em 12 meses do IPCA passou a declinar, favorece o consumo ao preservar ganhos de renda em termos reais, como mostrado na tabela 5. A partir da abertura por grupos do IPCA é possível inferir que a queda da inflação ocorre de maneira generalizada, embora a maior contribuição se origina do recuo dos preços que compõem a alimentação no domicílio.

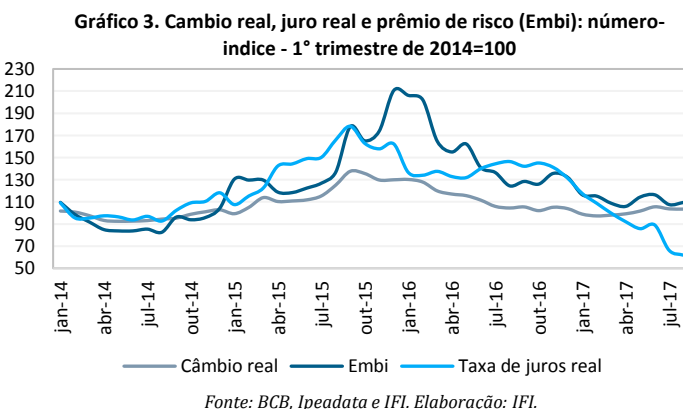
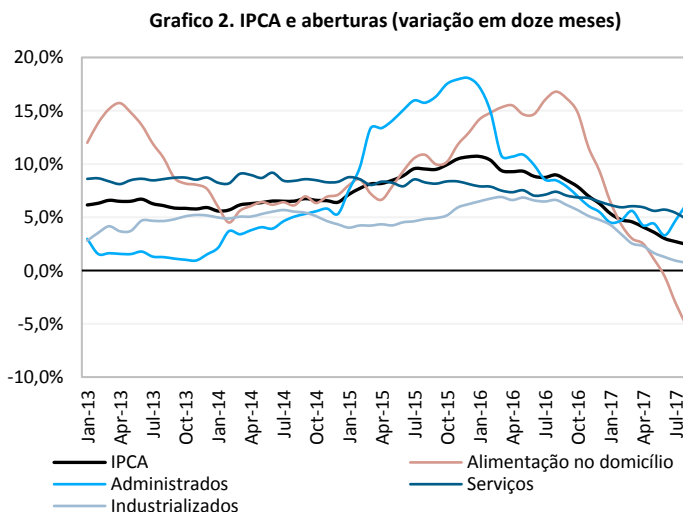
Entre janeiro de 2016 e agosto de 2017, conforme se observa no gráfico 2, o IPCA passou de 10,7% para 2,5% (redução de 8,2 pontos percentuais). No mesmo período, o grupo da alimentação no domicílio recuou de 14,2% para -5,2% (-19,4 p.p.), os preços monitorados passaram de 17,2% para 6,3% (-10,9 p.p.)⁴, os preços industrializados, de 6,5% para 0,7% (-5,8 p.p.), e os preços de serviços, de 7,9% para 4,8% (-3,1 p.p.). Desta análise é possível extrair que a expansão da oferta de produtos agrícolas é responsável pela maior parte do ciclo recente de redução da inflação. A elevada ociosidade dos fatores produtivos também ajuda a explicar a trajetória benigna dos preços mais sensíveis ao ciclo econômico, como os bens industriais e de serviços.

O cenário conjuntural benigno para a inflação corrente também ancora as expectativas de inflação abaixo da meta em 2018 e 2019. Nesse ambiente, o processo de flexibilização monetária em curso, iniciado em outubro de 2016 e que já reduziu a Selic em 600 pontos base, tem sido capaz de conduzir a taxa de juros real para patamares baixos em termos históricos. Em agosto, a taxa real de juros *ex-ante*, que leva em conta a taxa de juros esperada no prazo de um ano descontada a expectativa de inflação para o mesmo período, encontra-se em 3,0% ao ano. Como canal de transmissão da política monetária para a economia, a queda da taxa de juros real afeta positivamente a demanda agregada, pelo estímulo ao consumo de bens duráveis e aos investimentos, através da redução do custo de capital.

Além da taxa de juros real, a trajetória de redução do prêmio de risco-país (que se traduz em menor custo de captação de recursos) e de apreciação da taxa de câmbio real (que pode favorecer a importação de bens de capital) são vetores que podem estimular os investimentos (Gráfico 3). Dados recentes do Índice Ipea Mensal de FBCF apontam crescimento de 1,1% dos investimentos entre junho e julho, mas ainda com retração de 0,9% no trimestre encerrado em julho, comparativamente ao trimestre imediatamente anterior, o que condiz com a grande ociosidade da capacidade produtiva.

1.2 Simulação de cenários alternativos

Com o intuito de avaliar o efeito da trajetória de recuperação da atividade econômica sobre a sustentabilidade da dívida pública, atualizamos, além do cenário base, as projeções dos cenários alternativos (otimista e pessimista)⁵. A simulação dos principais parâmetros macroeconômicos em cada cenário está condicionada aos desdobramentos em torno da



⁴ A aceleração recente desses preços, como se observa no gráfico 2, é explicada pelo aumento das alíquotas do PIS/Cofins sobre combustíveis.

⁵ A primeira versão do exercício está disponível na edição de junho do RAF.

agenda de reformas estruturais que afetem a dinâmica do gasto obrigatório, entendidas como essenciais ao equilíbrio fiscal.

No cenário base, considera-se que a agenda fiscal em curso, sobretudo a reforma da previdência, será encaminhada, mas com um prazo mais dilatado. No cenário otimista, o governo é capaz de produzir resultados fiscais mais elevados e com maior rapidez, fruto de um programa abrangente de ajuste fiscal, para além da reforma da previdência. O cenário pessimista, por sua vez, é o cenário sem reformas.

A tabela 5, a seguir, traz a comparação das estimativas atuais para cada um dos três cenários com as que foram apresentadas no RAF de junho. Nos três cenários, as mudanças ocorreram principalmente nos números para o curto prazo, já que na trajetória de médio e longo prazos, ocorreram apenas ajustes finos

TABELA 5. SIMULAÇÃO DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Versão Atual	Cenário 1 (Básico)					Cenário 2 (Otimista)			Cenário 3 (Pessimista)		
	2015	2016	2017	2018	2019-2030	2017	2018	2019-2030	2017	2018	2019-2030
PIB (crescimento real - %)	-3.77	-3.59	0.7	2.3	2.0	0.9	3.1	3.0	0.3	0.4	1.0
IPCA (variação - %)	10.67	6.29	3.1	4.3	4.0	3.1	4.1	3.7	3.3	5.0	5.8
Taxa de câmbio (R\$/US\$, final de período)	3.90	3.26	3.2	3.3	3.5	3.1	3.0	3.1	3.3	3.8	4.4
Selic (final de período)	14.25	13.75	7.0	7.0	8.5	6.5	6.5	7.0	7.5	9.5	12.0
Juros reais (%)	3.23	7.02	3.8	2.6	4.3	3.3	2.3	3.2	4.1	4.3	5.9
Versão passada	2015	2016	2017	2018	2019-2020	2017	2018	2019-2020	2017	2018	2019-2020
PIB (crescimento real - %)	-3.77	-3.59	0.5	1.9	2.1	0.7	2.7	2.9	-0.3	0.0	1.3
IPCA (variação - %)	10.67	6.29	4.2	4.6	4.4	4.0	4.0	4.0	4.8	5.4	5.1
Taxa de câmbio (R\$/US\$, final de período)	3.90	3.26	3.4	3.6	3.8	3.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.7
Selic (final de período)	14.25	13.75	9.0	9.0	9.0	8.0	8.0	7.5	10.0	11.0	11.0
Juros reais (%)	3.23	7.02	4.6	4.2	4.4	3.8	3.9	3.4	5.0	4.4	5.6
Diferença (p.p.)	2015	2016	2017	2018	2019-2020	2017	2018	2019-2020	2017	2018	2019-2020
PIB (crescimento real - %)	-	-	0.3	0.4	-0.1	0.2	0.4	0.1	0.6	0.4	-0.3
IPCA (variação - %)	-	-	-1.1	-0.3	-0.4	-0.9	0.1	-0.3	-1.5	-0.4	0.7
Taxa de câmbio (R\$/US\$, final de período)	-	-	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3
Selic (final de período)	-	-	-2.0	-2.0	-0.5	-1.5	-1.5	-0.5	-2.5	-1.5	1.0
Juros reais (%)	-	-	-0.8	-1.6	-0.1	-0.5	-1.6	-0.2	-0.9	-0.1	0.3

Fonte: IBGE, BCB, Ipeadata e IFI. Elaboração e projeções: IFI.

Além da revisão do PIB em 2017 e 2018, decorrente da percepção mais clara quanto à recuperação cíclica da atividade, as projeções para a taxa de câmbio, taxa de inflação e Selic também foram ajustadas, refletindo, dentre outros fatores, o cenário conjuntural de relativa estabilidade na percepção de risco dos agentes em relação à economia. Nesse sentido, vale destacar que depois do aumento substancial em meados de maio para 300 pontos, a medida de prêmio de risco-país não ultrapassou mais esse limiar, e voltou a caminhar, em agosto, mais próxima de 270 pontos.

No cenário básico, no horizonte de 2019 a 2030, o PIB deve evoluir em linha com o que se estima atualmente como o potencial de crescimento da economia brasileira (ao redor de 2,0% ao ano). A variação do IPCA passou de 4,4% para 4,0% em decorrência do ligeiro ajuste para baixo na taxa de câmbio (de R\$ 3,8/ US\$ para R\$ 3,5/ US\$) e da mudança na meta de inflação pelo CMN para 4,25%, em 2019, e 4,0%, em 2020. A revisão da meta também foi relevante para revisarmos a projeção da taxa de juros no período, de 9,0% para 8,5%. Nesse cenário, a taxa de juro real converge para 4,3% ao ano, migrando para 3,2% no otimista e para 5,9% no pessimista. A tabela 6 exhibe o conjunto atual de projeções.

TABELA 6. PROJEÇÕES DAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS

Cenário 1	2014	2015	2016	2017	2018	Média 2019-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5,779	6,001	6,267	6,509	6,946	10,473
PIB - Crescimento real	0.50	-3.77	-3.59	0.7	2.3	2.0
IPCA	6.41	10.67	6.29	3.1	4.3	4.0
Ocupação (crescimento %)	1.49	0.03	-1.91	0.0	1.4	1.0
Massa salarial (crescimento %)	2.91	-0.18	-3.28	2.5	2.3	2.0
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2.66	3.90	3.26	3.2	3.3	3.5
Juro real	5.02	3.23	7.02	3.8	2.6	4.3
Selic - final de período	11.75	14.25	13.75	7.0	7.0	8.5
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	270	300	300
Cenário 2	2014	2015	2016	2017	2018	Média 2019-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5,779	6,001	6,267	6,516	6,990	11,012
PIB - Crescimento real	0.50	-3.77	-3.59	0.9	3.1	3.0
IPCA	6.41	10.67	6.29	3.1	4.1	3.7
Ocupação (crescimento %)	1.49	0.03	-1.91	0.3	1.6	1.1
Massa salarial (crescimento %)	2.91	-0.18	-3.28	3.0	3.1	3.0
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2.66	3.90	3.26	3.1	3.0	3.1
Juro real	5.02	3.23	7.02	3.3	2.3	3.2
Selic - final de período	11.75	14.25	13.75	6.5	6.5	7.0
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	200	200	200
Cenário 3	2014	2015	2016	2017	2018	Média 2019-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5,779	6,001	6,267	6,493	6,845	10,744
PIB - Crescimento real	0.50	-3.77	-3.59	0.3	0.4	1.0
IPCA	6.41	10.67	6.29	3.3	5.0	5.8
Ocupação (crescimento %)	1.49	0.03	-1.91	-0.5	0.5	0.7
Massa salarial (crescimento %)	2.91	-0.18	-3.28	0.8	0.4	1.0
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2.66	3.90	3.26	3.3	3.8	4.4
Juro real	5.02	3.23	7.02	4.1	4.3	5.9
Selic - final de período	11.75	14.25	13.75	7.5	9.5	12.0
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	450	450	450

Fonte: IBGE, BCB, Ipeadata e IFI. Elaboração e projeções: IFI.