

## CONTEXTO MACROECONÔMICO

A abertura do PIB do primeiro trimestre, como mostraremos a seguir, indica que o consumo e o investimento – variáveis centrais para a recuperação das receitas fiscais – seguem em queda. O pano de fundo não melhorou e, além disso, os riscos de um cenário alternativo mais pessimista aumentaram, dadas as turbulências no campo político.

Diante do conjunto de indefinições que paira sobre a evolução do cenário político, a seção trará uma simulação de três cenários alternativos para uma avaliação mais profunda dos riscos sobre as principais variáveis macroeconômicas. Esse exercício é relevante para dimensionar o impacto na dívida pública, nos principais resultados fiscais e no risco de insolvência frente aos novos acontecimentos.

### Comentários sobre o resultado do PIB trimestral

O PIB do primeiro trimestre divulgado pelo IBGE registrou crescimento de 1,0% (após ajuste sazonal) em relação ao último período de 2016, o que deixou um carregamento estatístico (*carry over*) de 0,3% para o ano. Na comparação com o primeiro trimestre de 2016, houve contração de 0,4% (ante -2,5% no período anterior).

**TABELA 1. TAXA TRIMESTRAL EM RELAÇÃO AO MESMO PERÍODO DO ANO ANTERIOR E AO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR**

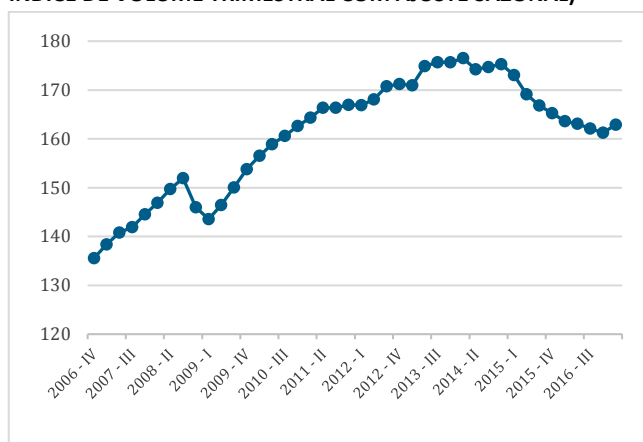
|              | 4T/2016         |                 | 1T/2017         |                 |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|              | Var. %<br>4T/15 | Var. %<br>3T/16 | Var. %<br>1T/16 | Var. %<br>4T/16 |
| PIB          | -2,5%           | -0,5%           | -0,4%           | 1,0%            |
| Agropecuária | -5,0%           | -0,2%           | 15,2%           | 13,4%           |
| Indústria    | -2,4%           | -0,9%           | -1,1%           | 0,9%            |
| Serviços     | -2,4%           | -0,7%           | -1,7%           | 0,0%            |
| Famílias     | -2,9%           | -0,5%           | -1,9%           | -0,1%           |
| Governo      | -0,1%           | 0,0%            | -1,3%           | -0,6%           |
| FBCF         | -5,4%           | -1,6%           | -3,7%           | -1,6%           |
| Exportações  | -7,6%           | -1,0%           | 1,9%            | 4,8%            |
| Importações  | -1,1%           | 3,5%            | 9,8%            | 1,8%            |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O resultado positivo na margem, apesar de já esperado (projeção da IFI apontava alta de 0,8%), se sobressai à sequência de oito trimestres de contração, compreendida entre os anos de 2015 e 2016 - nesse período, o indicador que contabiliza a produção da economia em termos

agregados encolheu 7,2%, voltando ao nível observado em 2010.

**GRÁFICO 1. PIB A PREÇOS DE MERCADO (SÉRIE ENCADEADA DO ÍNDICE DE VOLUME TRIMESTRAL COM AJUSTE SAZONAL)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A abertura do PIB pela ótica da oferta confirmou o aumento pronunciado da produção agrícola (alta de 13,4% em relação ao quarto trimestre de 2016, já expurgado o efeito sazonal) respondendo à colheita da safra recorde de grãos como milho, soja e arroz.

Adicionalmente, constatou-se crescimento mais moderado do PIB industrial (0,9%, na mesma comparação) impulsionado pela expansão de todos os principais segmentos. O desempenho do setor extrativo de minério de ferro e petróleo (cuja rentabilidade tem sido beneficiada pelo aumento dos termos de troca, relação entre os preços das exportações do País e o preço de suas importações) e da produção e distribuição de eletricidade, gás e água (influenciada pelo custo mais baixo de produção decorrente do desligamento de usinas térmicas) configuram-se como os destaques da indústria no trimestre.

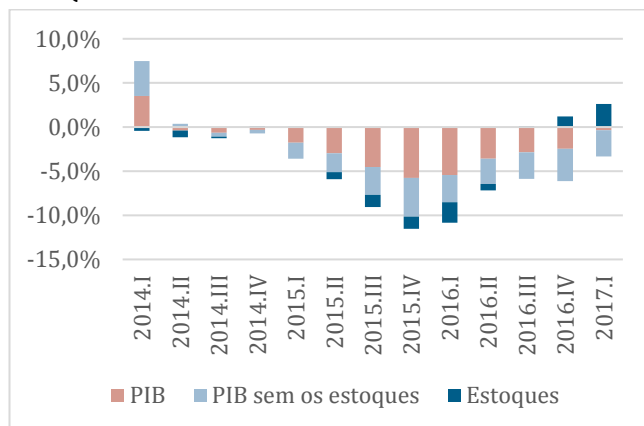
O setor de serviços, que abarca aproximadamente 72% do valor adicionado ao processo de produção, interrompeu a trajetória de queda ininterrupta iniciada em 2015, mantendo-se estável. O cenário de recuperação gradual da atividade produtiva, com impactos defasados sobre as principais variáveis do mercado de trabalho e as condições de crédito, tende a moderar a reação do principal componente do PIB, bastante sensível a esses fundamentos.

A expansão do PIB reverberou, pela ótica da demanda, o forte aumento do volume das exportações (4,8%), impulsionado pelos embarques de produtos agrícolas,

veículos automotores, petróleo e minerais metálicos, ao passo que as rubricas das despesas com consumo das famílias (-0,1%), do governo (-0,6%) e a formação bruta de capital fixo (-1,6%), que em conjunto representam o conjunto da absorção doméstica, permaneceram enfraquecidos.

Da comparação entre as duas óticas (oferta e demanda agregada), depreende-se que o aumento de produção resultou na elevação dos **estoques** na economia. A contribuição desta rubrica para a taxa de variação do PIB do primeiro trimestre de 2017 (frente ao mesmo período de 2017) foi positiva em 2,6 pontos percentuais.

**GRÁFICO 2. TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB COM E SEM OS ESTOQUES**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A análise das aberturas do PIB do primeiro trimestre abre espaço para a reflexão sobre os pilares do crescimento da atividade econômica, bem como o efeito de sua composição sobre a sensibilidade das receitas fiscais.

Como exercício contrafactual, é válido ressaltar que na ausência do choque positivo de oferta oriundo do setor agrícola o PIB ao invés de crescer 1,0% na margem teria registrado variação quase nula, sem o respaldo da demanda doméstica. Ainda, o impacto das colheitas sobre o PIB agropecuário, sazonalmente mais forte no primeiro trimestre, tende a ser diluído ao longo do ano.

Essas ponderações, em conjunto aos sinais ainda mistos sobre a evolução da economia vindos dos indicadores antecedentes de maio e abril, apontam para um PIB mais

fraco no segundo trimestre - com a possibilidade, inclusive, de que volte para o terreno negativo.

Exercícios preliminares apontam uma projeção de -0,3% frente ao primeiro trimestre (após ajuste sazonal). A herança estatística muito baixa decorrente das variações negativas na indústria (PIM), comércio (PMC) e serviços (PMS) no mês de março, pesquisas de alta frequência que são relevantes na apuração do PIB industrial e de serviços, faz com que a sustentabilidade do crescimento fique ainda mais desafiadora. O dado da produção industrial de abril (alta de 0,6% na margem), impulsionada pela produção de bens de capital e intermediários, por sua vez, despontou como um sinal positivo.

É fato que a dinâmica bastante favorável da inflação e o processo de flexibilização monetária conduzido pelo Banco Central trazem alento à dinâmica de consumo. O estímulo adicional decorrente do saque de recursos de contas inativas do FGTS deve também contribuir positivamente ao ciclo de recuperação nos próximos trimestres.

Nesse sentido, é válido mencionar que os *trackings* já realizados por algumas instituições<sup>1</sup> com o objetivo de rastrear a utilização dos recursos (se as famílias estão utilizando para reduzir sua alavancagem, poupar ou ampliar seu consumo) sugerem que o efeito observado sobre as vendas é positivo, porém menor que o potencial, uma vez que o comprometimento de renda das famílias com dívidas bancárias tende a fazer com que parte dos recursos sejam direcionados para a quitação de débitos.

O ajuste ainda presente no mercado de trabalho, expresso na manutenção da taxa de desemprego no patamar de 13,6% da força de trabalho de acordo com a PNAD Contínua de abril (2,4 pontos percentuais acima do mesmo período de 2016) e na diminuição do número de pessoas ocupadas com carteira assinada (-3,6% na comparação anual) atua como um contrapeso.

Por último, as turbulências no campo político aumentaram a incerteza sobre o processo de aprovação das reformas. Isso pode afetar o ritmo e o patamar de chegada da taxa de juros e as decisões de consumo e de

<sup>1</sup> Levantamento realizado pelo IBRE, no âmbito da Sondagem do Consumidor no mês de março, sugere que 9,6% dos que têm valores a receber planejam utilizar o recurso para compras. Estudo feito pela

Confederação Nacional do Comércio (CNC) aponta que metade dos recursos liberados em março foram gastos no varejo.

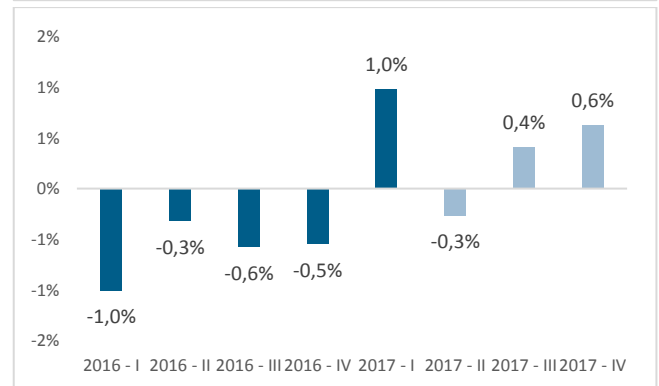
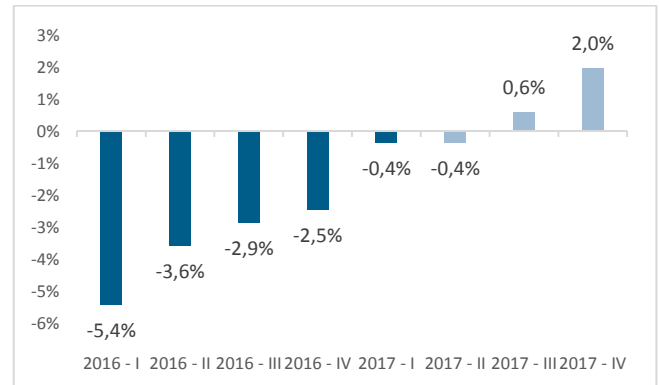
investimentos o que, naturalmente, contribuiria com uma trajetória de recuperação muito mais lenta da produção agregada nos próximos trimestres.

Nesse contexto, a dinâmica de crescimento do PIB torna-se ainda mais dependente do desempenho do setor externo, enquanto a retomada mais segura e consistente, catalisada pelos fundamentos da demanda doméstica, fica em compasso de espera.

Por todo o exposto, parece prematuro atribuir ao desempenho do primeiro trimestre o fim da atual recessão, sendo prudente observar os resultados da economia nos meses que seguem.

Por ora, a projeção para o PIB de 2017 fica mantida em 0,46%, embora avaliamos que a probabilidade de materialização de um cenário de crescimento mais baixo aumentou. A dinâmica esperada para os próximos trimestres (tanto na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior quanto na margem) se encontra nos gráficos abaixo. No último trimestre de 2017, o PIB deve apresentar uma taxa anualizada de crescimento ao redor de 2,0% ao ano.

**GRÁFICO 3. PIB A PREÇOS DE MERCADO: VARIAÇÃO PERCENTUAL AO MESMO PERÍODO DO ANO ANTERIOR (ACIMA) AO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### Inflação e política monetária

Tanto a manutenção da taxa de desemprego em patamar historicamente elevado quanto a medida da utilização da capacidade instalada na indústria (o NUCI medido pela Confederação Nacional da Indústria evidencia que os parques industriais operaram com 76,5% da capacidade em abril, número que é inferior à média dos últimos cinco anos, de 80%) ilustram uma situação de elevado grau de ociosidade dos fatores de produção.

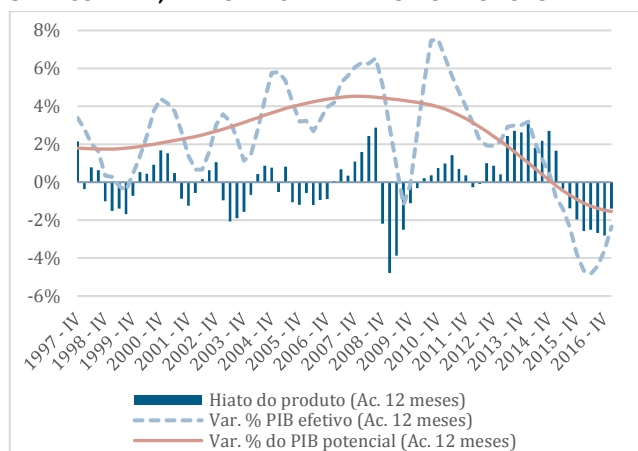
Utilizando o filtro HP<sup>2</sup> como ferramenta estatística para a estimação do produto potencial, obtém-se que o hiato do produto, entendido como a diferença entre o PIB efetivo e o PIB potencial, parece caminhar para a

<sup>2</sup> O Filtro HP – Hodrick e Prescott (1997) – é uma abordagem estatística utilizada para o cálculo do PIB potencial. Apesar de ser uma variável não observada diretamente (o que faz com que existam diversos métodos desenvolvidos para sua extração, alguns apenas estatísticos, outros levando em conta a estrutura da economia), o PIB potencial é uma informação relevante para a política econômica, uma vez que exibe

a capacidade de crescimento que pode ser atingida com o pleno emprego dos fatores de produção. Ainda, pode ser entendido como o nível máximo de expansão do produto compatível com a estabilidade de preços.

neutralidade, embora ainda permaneça aberto (no terreno negativo).

**GRÁFICO 4. PIB, PIB POTENCIAL E HIATO DO PRODUTO**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Apesar das críticas ao uso do filtro HP para a obtenção da medida de hiato, como por exemplo a superestimação da queda do PIB potencial, o exercício é válido para ilustrar a magnitude do ciclo recessivo iniciado em 2015 e o efeito negativo sobre a capacidade produtiva.

Dentre outros fatores, o tamanho da variação do hiato - e a longa duração no terreno negativo - concorre para explicar a trajetória descendente da inflação ao consumidor. Em maio, a variação acumulada em 12 meses do IPCA foi de 3,6%, mais baixa desde maio de 2007 (resultado da variação de 4,41% dos preços administrados e de 3,34% dos preços livres).

Além do bom desempenho da inflação corrente (tanto no atacado quanto no varejo), a mediana das expectativas da pesquisa Focus (divulgada no relatório do dia 5 de junho) encontra-se em 3,9% para 2017, 4,4% para 2018 e 4,25% para 2019.

Em síntese, os sinais de lenta recuperação do lado da atividade (ainda sem tração do consumo e dos investimentos), do comportamento benigno da inflação corrente e das expectativas justificariam a continuidade do ciclo de redução da taxa básica de juros, atualmente em 10,25%.

O Banco Central, no entanto, deixou um sinal no comunicado da decisão do COPOM de maio - que reduziu

a Selic em 1 ponto percentual - para uma provável redução do atual ciclo de corte dos juros. A postura mais cautelosa advém da deterioração da crise política, que eleva as chances de não aprovação das reformas e interrupção dos ajustes em curso na economia.

Em linhas gerais a argumentação reside no fato de que a maior percepção de risco depreciaria a taxa de câmbio, e o aumento das expectativas de inflação levaria o Banco Central a apertar as condições monetárias, elevando o custo do crédito. Além do canal da taxa de câmbio, o ambiente de maior turbulência naturalmente tem potencial para afetar os índices de confiança de empresários e consumidores e recolocar as discussões sobre o *timing* e condições de retomada do PIB.

Nesse ambiente menos propício à implementação do ajuste fiscal, a taxa de juros estrutural da economia convergiria para um patamar mais elevado.

Apesar da elevação já observada no prêmio de risco país, na estrutura a termo da taxa de juros e na taxa de câmbio, ainda não é clara a direção de convergência desses preços. De modo geral, a despeito do choque político, parece haver uma percepção no mercado de que a condução da agenda econômica não está totalmente paralisada. Adicionalmente, a robustez dos números do balanço de pagamentos amplia a margem para a economia conseguir absorver choques.

Diante do conjunto de indefinições que paira sobre a evolução do cenário político (e da condução das reformas entendidas como essenciais ao equilíbrio fiscal) torna-se prudente simular a trajetória de algumas variáveis macroeconômicas nos próximos anos. Esse exercício é relevante para quantificar os impactos de cenários alternativos prováveis na dívida pública, nos principais resultados fiscais e no risco de insolvência frente aos novos acontecimentos.

### Simulações de cenários alternativos

As simulações foram construídas para três cenários condicionados à evolução da agenda de reformas, precificada através da evolução do prêmio de risco (medido pelo Embi+ Risco-Brasil<sup>3</sup>) e da taxa nominal de juros. Na sequência foram derivados os efeitos sobre a

<sup>3</sup> O Embi (*Emerging Markets Bond Index*) é um índice que mostra a diferença do retorno médio diário dos preços dos títulos da dívida do

País em questão frente ao retorno dos títulos do tesouro norte-americano. Quanto maior a diferença, maior é a percepção do risco.

taxa de câmbio, o cenário prospectivo de inflação, a taxa real de juros, PIB e mercado de trabalho (as projeções resultantes estão sintetizadas na tabela 2).

A hipótese por trás do cenário 1 (cenário base da IFI) é a de que o quadro político mais conturbado resultaria no atraso da aprovação das reformas. A trajetória delineada para o prêmio de risco, nesse caso, contempla a manutenção do patamar registrado em meados de maio (ao redor de 300 pontos).

**GRÁFICO 5. PRÊMIO DE RISCO (EMBI +): DADOS DIÁRIOS ATÉ O DIA 02 DE JUNHO DE 2017**



Fonte: JP Morgan e Ipeadata. Elaboração: IFI.

Nesse ambiente de maior incerteza sobre a evolução dos preços dos ativos, aumentaria a probabilidade de redução do tamanho do ciclo de corte de juros, e a Selic final de período atingiria a taxa de 9,0% ao ano em 2017 – mantida nesse patamar em todo horizonte de projeção. A meta de inflação foi mantida em 4,5%.

No cenário 2, pressupõe-se rápido equacionamento da crise política. À medida que se abre um caminho mais célere para a aprovação das reformas, o prêmio de risco poderia caminhar e convergir para 200 pontos, enquanto a Selic poderia ser levada para 8,0% em 2017 (convergindo para 7,5% no longo prazo). A meta de inflação reduz-se para 4,25% em 2019 e para 4,0% a partir de 2020.

No cenário 3, a crise política culminaria em um desfecho mais traumático, o que prejudicaria as reformas e o ajuste fiscal. Na consolidação desse quadro pessimista, assumiu-se que o prêmio de risco voltaria para o patamar

de 450 pontos e o Banco Central anteciparia o fim do ciclo de redução de juros, voltando a aumentar a Selic para 10% até o fim de 2017 e para 11% em 2018. A taxa ficaria mantida nesse patamar em todo horizonte de projeção (ver tabela 2). A meta de inflação também foi mantida em 4,5%.

Tomando por base um modelo estrutural de paridade não coberta<sup>4</sup>, em que as variações da taxa de câmbio respondem ao diferencial de juros interno e externo e ao prêmio de risco, estima-se que o patamar atual da taxa de câmbio (R\$ 3,28/US\$) poderia subir, no cenário 1, para R\$ 3,43/US\$ no final de 2017 e R\$ 3,59/US\$ ao final de 2018. A inflação, neste cenário, encerraria 2017 em 4,16% e 2018 em 4,60%.

A recuperação da atividade econômica deve ocorrer de maneira moderada, com expansão de 0,46% em 2016 e 1,93% em 2017. No longo prazo, a taxa de juros real caminha para um patamar próximo de 4,5% ao ano, e o PIB apresenta crescimento médio ao redor de 2,0%<sup>5</sup>.

No cenário 2, a redução do diferencial de juros e do prêmio de risco, a taxa de câmbio migraria para R\$ 3,26/US\$ em 2017 e R\$ 3,35/US\$ em 2018, e a inflação apresenta um cenário mais benigno (4,00% em 2017 e 3,95% em 2018).

O ambiente torna-se mais propício ao crescimento, havendo fôlego adicional para a retomada da atividade ao longo do segundo semestre. Nesse ambiente, a taxa de juros real convergiria para um patamar mais próximo de 3,0% ao ano, enquanto o PIB de longo prazo cresceria, em média, 2,88% ao ano.

No cenário 3, a taxa de câmbio é estimada em R\$ 3,86/US\$ em 2017 e R\$ 4,29/US\$ em 2018. Além do câmbio mais depreciado, o efeito da piora das expectativas de inflação poderiam levar o IPCA para 4,8% e 5,4%, respectivamente.

Diante deste quadro, haveria um efeito adverso sobre a confiança dos agentes econômicos e também sobre a perspectiva de custo e retorno dos investimentos, o que poderia levar o PIB à nova contração em 2017 (-0,3%) e estagnação em 2018.

<sup>4</sup> É uma relação teórica entre a taxa de câmbio e a taxa de juros.

<sup>5</sup> Para o PIB nominal em reais, foi assumida a premissa de que o deflator implícito varie à mesma taxa de inflação ao consumidor.

O PIB de longo prazo, nesse caso, caminha para um potencial de crescimento mais baixo (1,2%), e a taxa de

juros real, necessariamente, convergiria para um nível mais elevado (5,6% ao ano).

**TABELA 2. SIMULAÇÕES DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS**

| Cenário 1                                    | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 (última informação) | 2017 | 2018 | Média 2019-2030 |
|--|-------|-------|-------|--------------------------|------|------|-----------------|
| PIB nominal (R\$ bilhões)                    | 5779  | 6001  | 6267  | 6363                     | 6557 | 6992 | 10855           |
| PIB - Crescimento real (% a.a.)              | 0,50  | -3,77 | -3,59 | -2,34                    | 0,5  | 1,9  | 2,1             |
| IPCA - acum. (% no ano)                      | 6,41  | 10,67 | 6,29  | 4,08                     | 4,2  | 4,6  | 4,4             |
| Ocupação (crescimento %)                     | 1,49  | 0,03  | -1,91 | -1,97                    | -1,0 | 1,0  | 1,1             |
| Massa salarial (crescimento %)               | 2,91  | -0,18 | -3,28 | -1,62                    | 1,0  | 2,0  | 2,0             |
| Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)   | 2,66  | 3,90  | 3,26  | 3,28                     | 3,4  | 3,6  | 3,8             |
| Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)          | 5,02  | 3,23  | 7,02  | 6,42                     | 4,6  | 4,2  | 4,4             |
| Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)          | 5,96  | 8,34  | 6,45  | 4,36                     | 4,8  | 4,8  | 4,4             |
| Selic - final de período (% a.a.)            | 11,75 | 14,25 | 13,75 | 10,25                    | 9,0  | 9,0  | 9,0             |
| Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período | 259   | 523   | 328   | 284                      | 300  | 300  | 300             |
| Cenário 2                                    | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 (última informação) | 2017 | 2018 | Média 2019-2030 |
| PIB nominal (R\$ bilhões)                    | 5779  | 6001  | 6267  | 6363                     | 6564 | 7006 | 11086           |
| PIB - Crescimento real (% a.a.)              | 0,50  | -3,77 | -3,59 | -2,34                    | 0,7  | 2,7  | 2,9             |
| IPCA - acum. (% no ano)                      | 6,41  | 10,67 | 6,29  | 4,08                     | 4,0  | 4,0  | 4,0             |
| Ocupação (crescimento %)                     | 1,49  | 0,03  | -1,91 | -1,97                    | -0,5 | 1,6  | 1,4             |
| Massa salarial (crescimento %)               | 2,91  | -0,18 | -3,28 | -1,62                    | 2,1  | 3,2  | 2,8             |
| Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)   | 2,66  | 3,90  | 3,26  | 3,28                     | 3,3  | 3,4  | 3,5             |
| Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)          | 5,02  | 3,23  | 7,02  | 6,42                     | 3,8  | 3,9  | 3,4             |
| Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)          | 5,96  | 8,34  | 6,45  | 4,36                     | 4,3  | 4,3  | 3,4             |
| Selic - final de período (% a.a.)            | 11,75 | 14,25 | 13,75 | 10,25                    | 8,0  | 8,0  | 7,5             |
| Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período | 259   | 523   | 328   | 284                      | 200  | 200  | 200             |
| Cenário 3                                    | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 (última informação) | 2017 | 2018 | Média 2019-2030 |
| PIB nominal (R\$ bilhões)                    | 5779  | 6001  | 6267  | 6363                     | 6550 | 6903 | 10677           |
| PIB - Crescimento real (% a.a.)              | 0,50  | -3,77 | -3,59 | -2,34                    | -0,3 | 0,0  | 1,3             |
| IPCA - acum. (% no ano)                      | 6,41  | 10,67 | 6,29  | 4,08                     | 4,8  | 5,4  | 5,1             |
| Ocupação (crescimento %)                     | 1,49  | 0,03  | -1,91 | -1,97                    | -1,6 | -0,4 | 0,9             |
| Massa salarial (crescimento %)               | 2,91  | -0,18 | -3,28 | -1,62                    | -0,4 | -0,7 | 1,2             |
| Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)   | 2,66  | 3,90  | 3,26  | 3,28                     | 3,9  | 4,3  | 4,7             |
| Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)          | 5,02  | 3,23  | 7,02  | 6,42                     | 5,0  | 4,4  | 5,6             |
| Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)          | 5,96  | 8,34  | 6,45  | 4,36                     | 5,2  | 4,7  | 5,6             |
| Selic - final de período (% a.a.)            | 11,75 | 14,25 | 13,75 | 10,25                    | 10,0 | 11,0 | 11,0            |
| Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período | 259   | 523   | 328   | 284                      | 450  | 450  | 450             |

Fonte: IBGE, Banco Central e IPEADATA. Elaboração e projeções: IFI.