

Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

Os indicadores de alta frequência exibiram resultados positivos ao longo do quarto trimestre de 2017. No trimestre encerrado em novembro, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção agropecuária, da indústria e do setor de serviços, aumentou 0,6%, na comparação com o trimestre findo em agosto. Além do crescimento relativamente disperso entre as regiões do país, setorialmente manteve-se o processo de expansão nos segmentos industriais (bens de capital, bens intermediários e bens de consumo) e no volume de vendas do comércio varejista, conforme se observa na Tabela 1.

TABELA 1. INDICADORES MENSAIS DA ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal)											
	jan/17	fev/17	mar/17	abr/17	mai/17	jun/17	jul/17	ago/17	set/17	out/17	nov/17	dez/17
IBC-Br	-0,2%	0,4%	1,2%	1,5%	0,7%	0,3%	0,2%	0,5%	0,5%	0,4%	0,6%	-
IBC regional: Norte	0,6%	1,7%	3,2%	2,4%	1,9%	2,3%	2,4%	2,4%	0,9%	0,2%	-0,3%	-
IBC regional: Nordeste	-0,2%	-0,1%	0,5%	1,3%	1,3%	0,6%	-0,6%	-0,5%	0,2%	0,8%	0,5%	-
IBC regional: Centro-Oeste	-0,2%	0,3%	1,4%	1,2%	0,9%	0,8%	1,8%	1,9%	1,2%	-0,4%	-0,9%	-
IBC regional: Sudeste	-0,2%	0,3%	0,6%	0,7%	0,1%	0,5%	0,7%	0,7%	0,5%	0,4%	0,8%	-
IBC regional: Sul	0,3%	1,3%	3,0%	3,2%	1,5%	-0,1%	-0,3%	0,3%	0,6%	0,2%	0,3%	-
Produção industrial	0,8%	1,4%	1,3%	0,5%	0,2%	1,2%	2,0%	1,9%	1,3%	0,7%	1,0%	1,9%
Bens de capital	-0,7%	-1,8%	-1,2%	1,2%	3,0%	5,7%	6,4%	6,4%	4,5%	2,8%	2,0%	1,7%
Bens intermediários	0,6%	1,3%	1,0%	0,3%	-0,4%	0,9%	1,5%	1,7%	1,1%	0,4%	0,9%	1,5%
Bens de consumo	1,4%	2,7%	2,5%	1,1%	-0,5%	0,1%	1,9%	2,6%	2,5%	1,4%	0,6%	1,0%
Vendas no varejo ampliado	1,6%	2,9%	3,6%	2,6%	1,4%	1,8%	2,4%	3,2%	2,3%	1,3%	0,8%	-
Receita do setor de serviços	-1,1%	0,1%	-0,1%	-0,7%	-1,4%	0,3%	0,9%	1,1%	-0,5%	-1,4%	-1,2%	-

Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

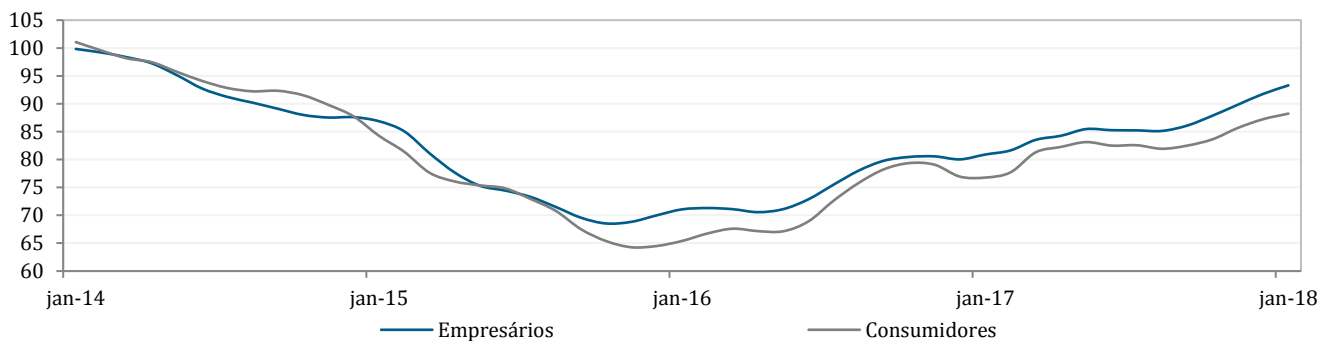
Em conjunto, os dados realizados sugerem crescimento de 1,1% para o PIB em 2017. A projeção anterior (0,7%) já tinha um viés de alta devido à revisão da série histórica¹ ao longo de 2016 e 2017 promovida pelo IBGE na divulgação do PIB do terceiro trimestre, que agora foi amplificado pelos resultados positivos na margem, sobretudo da produção industrial em dezembro.

As primeiras informações disponíveis sobre o dinamismo da atividade no início de 2018, advindas dos indicadores qualitativos de confiança de consumidores e empresários, também trazem sinais favoráveis à perspectiva do crescimento econômico neste ano. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), por exemplo, avançou 0,4 ponto em relação a dezembro, enquanto o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que consolida informações de quatro setores cobertos pelas sondagens empresariais produzidas pela FGV, subiu 1,5 ponto na mesma comparação. A confiança empresarial

¹ Explorada no RAF 11, disponível em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/535500/RAF11_DEZ_2017.pdf

avançou em três dos quatro setores que compõem o índice, com elevações nos serviços, comércio e construção, e estabilidade na indústria.

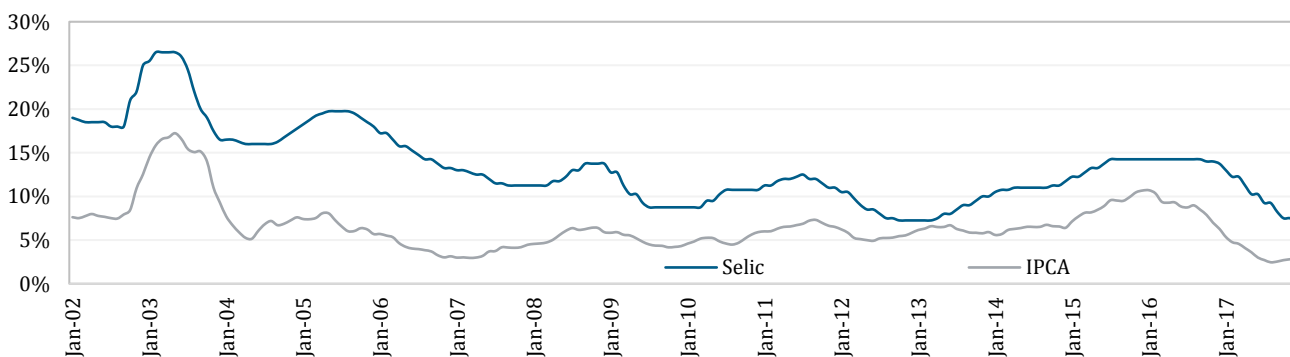
Gráfico 1. Índice de confiança dos consumidores e empresários (com ajuste sazonal - média móvel trimestral)



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

A tendência de aumento da confiança dos agentes em curso já desde o final de 2015, em linhas gerais, condiz com a queda da inflação ao consumidor (entre janeiro de 2016 e dezembro de 2017, o IPCA acumulado em doze meses diminuiu 7,76 pontos percentuais, passando de 10,71% para 2,95%), com a redução da taxa de juros (entre setembro de 2016 e dezembro de 2017 a Selic foi reduzida em 725 pontos, de 14,25% a.a. para 7,0% a.a.) e com a melhora que se consolida nos indicadores do mercado de trabalho, sobretudo através da ampliação da massa salarial em termos reais.

Gráfico 2. Selic e IPCA



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI

De acordo com as informações da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua, sintetizados na Tabela 2, a massa de salários avançou 3,5% no trimestre encerrado em dezembro (frente ao mesmo período de 2016), refletindo tanto o crescimento da população ocupada (2,0%) quanto do rendimento médio real (1,6%).

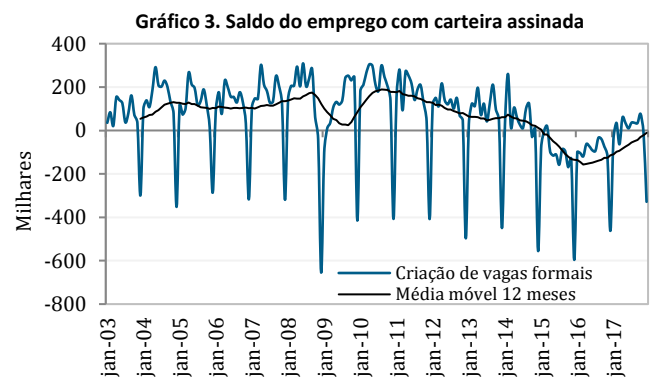
TABELA 2. POPULAÇÃO OCUPADA, RENDIMENTO E MASSA SALARIAL: TRIMESTRE/ TRIMESTRE ANTERIOR

	Nível em dezembro/17	mar-17	jun-17	set-17	dez-17
População Ocupada (mil pessoas)	92.108	-1,9%	-0,6%	1,6%	2,0%
Com carteira assinada	33.321	-3,5%	-3,2%	-2,4%	-2,0%
Sem carteira assinada	11.115	4,7%	5,4%	6,2%	5,7%
Trabalhador doméstico	6.370	-2,6%	-2,0%	0,9%	4,3%
Setor público	11.472	-0,9%	0,0%	1,4%	2,0%
Empregador	4.409	10,8%	13,1%	4,0%	6,3%
Conta própria	23.198	-4,6%	-1,8%	4,8%	4,8%
Rendimento médio real	R\$ 2.154	2,5%	3,0%	2,4%	1,6%
Com carteira assinada	R\$ 2.090	0,3%	3,6%	2,5%	3,5%
Sem carteira assinada	R\$ 1.179	7,7%	-3,0%	1,6%	-1,8%
Trabalhador doméstico	R\$ 852	0,0%	1,2%	0,6%	1,4%
Setor público	R\$ 3.335	4,3%	1,2%	1,0%	-0,1%
Empregador	R\$ 5.555	4,0%	5,4%	7,8%	-1,6%
Conta própria	R\$ 1.567	-2,0%	-1,1%	-0,2%	1,3%
Massa salarial (em milhões de R\$)	R\$ 193.368	0,7%	2,3%	3,9%	3,5%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

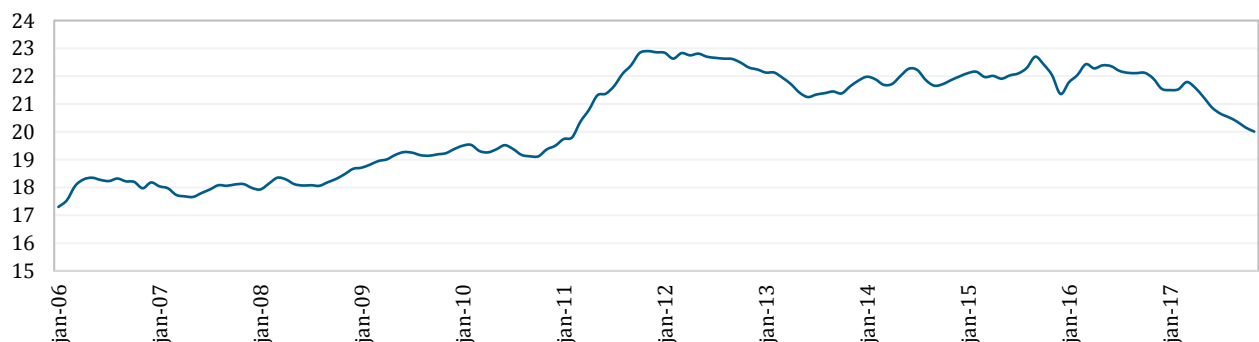
Cabe ressaltar que apesar de o avanço do contingente de ocupados seguir influenciado predominantemente pela evolução das categorias de empregos sem carteira assinada e por conta própria, o ritmo de queda das vagas com carteira assinada está diminuindo (Tabela 2), movimento que condiz com a tendência ascendente do saldo de emprego formal obtida dos dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados – Caged do Ministério do Trabalho (Gráfico 3).

Nesse ambiente de ampliação da massa de salários e de queda da taxa de juros, o comprometimento de renda das famílias com o pagamento de dívidas bancárias vem diminuindo. Em novembro, segundo dados do Banco Central, a variável, expressa pela relação entre o valor correspondente aos pagamentos esperados para o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional e a renda mensal das famílias, chegou a 20,0%, retornando ao nível do primeiro trimestre de 2011 (Gráfico 4).



Fonte: Ministério do Trabalho. Elaboração: IFI.

Gráfico 4. Comprometimento de renda das famílias com serviço da dívida (%)



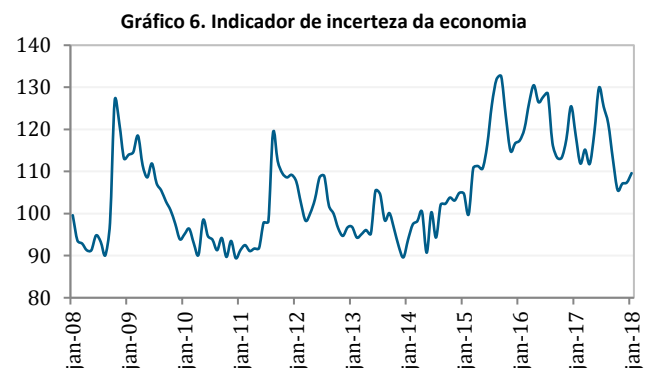
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Esses fatores, conjuntamente, estão alinhados para explicar a perspectiva de aceleração do crescimento econômico em 2018 (projeção revisada de 2,3% para 2,7% com a incorporação dos dados positivos e acima do esperado no quarto trimestre), à medida que abrem espaço para a recuperação da despesa de consumo das famílias.

A queda da taxa de juros e a redução do prêmio de risco-país, por sua vez, são vetores que contribuem para a reativação dos investimentos, na medida em que se traduzem em menor custo de captação de recursos. Até o momento, o risco de se investir no país, medido pelo Embi+Br, caminha em patamares reduzidos, atingindo 230 pontos-base em janeiro de 2018 (Gráfico 5).

De todo modo, é importante ressaltar que existem riscos para a continuidade da recuperação cíclica da economia brasileira, oriundos sobretudo do cenário político-eleitoral em 2018 e do desafio de se reduzir o déficit primário e garantir a sustentabilidade da dívida pública, que poderiam impactar as medidas de prêmio de risco, a taxa de câmbio, as expectativas de inflação e, portanto, antecipar o aumento da taxa básica de juros.

Nesse sentido, cabe ilustrar que a agência de rating *Standard & Poor's* rebaixou no dia 11 de janeiro a nota de crédito soberano do Brasil; paralelamente, o Indicador de Incerteza da Economia (calculado pela FGV) subiu de 107,4 pontos em dezembro para 109,6 pontos em fevereiro (Gráfico 6).



Fonte: FGV. Elaboração: IFL.

1.2 Simulação dos parâmetros macroeconômicos

Com o intuito de quantificar os riscos relativos à recuperação cíclica da atividade econômica em curso, atualizamos, além do cenário base, os parâmetros macroeconômicos dos cenários alternativos (otimista e pessimista).

A Tabela 3, a seguir, traz a comparação das estimativas atuais para cada um dos três cenários com as que foram apresentadas no RAF 9. Nos três cenários, as mudanças ocorreram principalmente nos números para o curto prazo, já que na trajetória de médio e longo prazos, ocorreram ajustes finos.

TABELA 3. SIMULAÇÃO DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Versão Atual	Cenário Base						Cenário Otimista			Cenário Pessimista		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030
PIB - Crescimento real	-3,55	-3,46	1,1	2,7	2,5	2,2	3,3	3,4	3,5	1,9	1,6	1,2
IPCA	10,67	6,29	2,95	3,8	3,9	4,0	3,1	3,5	3,8	4,2	4,7	5,7
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	3,90	3,26	3,31	3,4	3,5	3,6	3,1	3,1	3,2	3,7	3,9	4,4
Selic - final de período	14,25	13,75	7,00	6,5	7,5	8,5	6,5	6,5	7,0	8,5	9,5	11,8
Juros reais	3,23	7,02	3,94	2,6	3,5	4,3	2,6	3,5	3,1	4,1	4,5	5,8
Versão passada (RAF 9)	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030
PIB - Crescimento real	-3,77	-3,59	0,7	2,3	2,1	2,0	3,1	3,1	3,0	0,4	1,0	1,0
IPCA	10,67	6,29	3,1	4,3	4,2	4,0	4,1	3,9	3,7	5,0	5,7	5,8
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	3,90	3,26	3,2	3,3	3,4	3,5	3,0	3,1	3,1	3,8	3,9	4,4
Selic - final de período	14,25	13,75	7,0	7,0	8,5	8,5	6,5	7,0	7,0	9,5	12,0	12,0
Juros reais	3,23	7,02	3,8	2,6	4,2	4,3	2,3	3,0	3,2	4,3	4,5	5,9
Diferença em p.p. entre as versões atual e passada	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030
PIB - Crescimento real	0,22	0,13	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5	1,5	0,6	0,2
IPCA	-	-	-0,2	-0,5	-0,3	0,0	-1,0	-0,4	0,1	-0,7	-1,0	-0,1
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	-	-	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Selic - final de período	-	-	0,0	-0,5	-1,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	-1,0	-2,5	-0,2
Juros reais	-	-	0,2	0,0	-0,7	0,0	0,3	0,5	-0,1	-0,2	0,0	-0,1

Fonte: IBGE, Banco Central, Ipeadata e IFI. Elaboração: IFI.

No cenário base, as projeções para o PIB em 2017, 2018 e 2019 foram revisadas para cima, autorizadas pelo desempenho dos indicadores de atividade econômica mais recentes e o quadro de relativa estabilidade no prêmio de risco-país.

Já as estimativas para a taxa de inflação e a Selic foram reduzidas em função do nível elevado de ociosidade da economia. A partir da abordagem da Função de Produção detalhada no Estudo Especial N^o4², estima-se que a economia brasileira opera atualmente cerca de 7,7 pontos percentuais abaixo de seu potencial.

Consideradas as projeções de crescimento do PIB, o hiato do produto deve fechar ao final de 2020, o que contribui para manter a inflação abaixo da meta e o juro básico em patamar reduzido. A partir de então, assume-se que o PIB evolui em linha com o crescimento potencial (estimado atualmente em 2,2%) e a inflação converge para a meta (4,0%).

No cenário otimista, estima-se que o prêmio de risco caminharia para um patamar mais confortável (200 pontos aproximadamente), o ambiente é mais propício ao crescimento econômico, havendo fôlego adicional para a retomada cíclica da atividade. Nesse cenário, o PIB cresceria, em média, 3,5% entre 2020 e 2030.

No cenário pessimista, estima-se que o prêmio de risco convergiria para um patamar mais próximo de 400 pontos e a taxa de câmbio tenderia a se depreciar, com impacto sobre as expectativas de inflação. Nesse cenário, a taxa de juros é mais elevada, restringindo a perspectiva de crescimento do PIB (1,2% em média entre 2020 e 2030).

A Tabela 4 exhibe o conjunto atual de projeções.

² Disponível em http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf

TABELA 4. PROJEÇÕES DOS PARÂMETROS MACROECONÔMICOS

Cenário 1	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Média 2020-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5.779	5.996	6.259	6.516	6.948	7.395	10.872
PIB - Crescimento real	0,50%	-3,55%	-3,46%	1,1%	2,7%	2,5%	2,2%
IPCA	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,8%	3,9%	4,0%
Ocupação (crescimento %)	1,49%	0,03%	-1,91%	0,29%	2,3%	2,0%	1,0%
Massa salarial (crescimento %)	2,91%	-0,18%	-3,28%	2,46%	2,7%	2,5%	2,2%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,42	3,45	3,56
Juro real	5,0%	3,2%	7,0%	3,9%	2,6%	3,5%	4,3%
Selic - final de período	11,8%	14,3%	13,8%	7,0%	6,5%	7,5%	8,5%
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	243	268	261	239
Cenário 2	2014	2015	2016	2017	2018		Média 2020-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5.779	5.996	6.259	6.517	6.943	7.429	11.707
PIB - Crescimento real	0,50%	-3,55%	-3,46%	1,1%	3,3%	3,4%	3,5%
IPCA	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,1%	3,5%	3,8%
Ocupação (crescimento %)	1,49%	0,03%	-1,91%	0,29%	2,5%	2,4%	1,2%
Massa salarial (crescimento %)	2,91%	-0,18%	-3,28%	2,46%	3,3%	3,4%	3,5%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,11	3,12	3,16
Juro real	5,0%	3,2%	7,0%	3,9%	3,3%	2,9%	3,1%
Selic - final de período	11,8%	14,3%	13,8%	7,0%	6,5%	6,5%	7,0%
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	243	227	217	198
Cenário 3	2014	2015	2016	2017	2018		Média 2020-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5.779	5.996	6.259	6.509	6.912	7.358	11.204
PIB - Crescimento real	0,50%	-3,55%	-3,46%	1,0%	1,9%	1,6%	1,2%
IPCA	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	4,2%	4,7%	5,7%
Ocupação (crescimento %)	1,49%	0,03%	-1,91%	0,29%	1,2%	0,9%	0,9%
Massa salarial (crescimento %)	2,91%	-0,18%	-3,28%	2,46%	1,9%	1,6%	1,2%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,69	3,88	4,45
Juro real	5,0%	3,2%	7,0%	3,9%	4,1%	4,5%	5,8%
Selic - final de período	11,8%	14,3%	13,8%	7,0%	8,5%	9,5%	11,8%
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	243	359	378	359