

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

O PIB do terceiro trimestre apresentou variação de 0,1% em relação ao segundo trimestre (após ajuste sazonal) e crescimento de 1,4% em relação ao mesmo período do ano anterior. A estabilidade na passagem do segundo para o terceiro trimestre de 2017, resultado próximo do esperado (a IFI estimava alta de 0,2%), é compatível com o quadro de recuperação ainda gradual da atividade econômica.

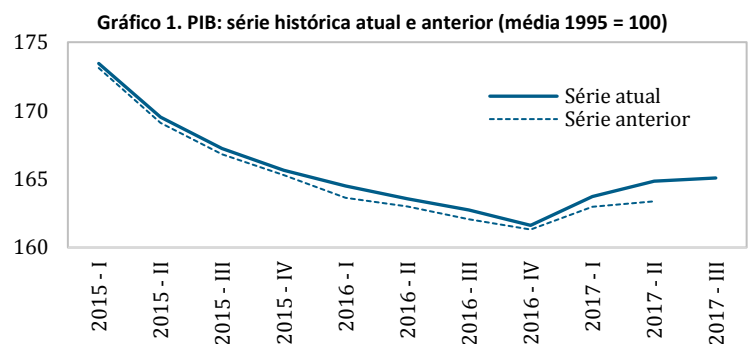
A perspectiva para o crescimento do PIB em 2017, por sua vez, melhorou com a revisão da série histórica promovida pelo IBGE na divulgação do PIB do terceiro trimestre, deixando um efeito carregamento (*carry-over*) de 0,97% para o ano. Por essa razão, a estimativa da IFI para o PIB de 2017 (0,7%) tem viés de alta. Para exemplificar, a mediana das projeções de crescimento para o PIB deste ano, no Relatório Focus do Banco Central, subiu de 0,73% para 0,89% após a divulgação. As simulações iniciais da IFI apontam crescimento do PIB mais próximo de 1,0% em 2017, considerando elevação moderada de 0,2% no quarto trimestre em relação ao trimestre imediatamente anterior.

Além de incorporar o resultado anual definitivo para o ano de 2015 do Sistema de Contas Nacionais (em que a retração do PIB, em volume, foi revisada de 3,8% para 3,5%), a série histórica trimestral ao longo de 2016 e 2017 foi ajustada para cima devido, entre outros fatores, à atualização nas fontes de dados primárias<sup>1</sup>. Em 2016, a taxa de variação do PIB passou de -3,6% para -3,5%.

No Gráfico 1, que compara a série atual do PIB com ajuste sazonal (linha cheia) com a anterior (pontilhada), é possível perceber que não houve alteração na dinâmica da atividade econômica, que caminha em um ciclo de recuperação desde o primeiro trimestre de 2017. O que ocorreu, por outro lado, foi um deslocamento de nível da produção agregada desde o início de 2015. Além de variações ligeiramente menos negativas em 2015 e 2016, o crescimento ao longo de 2017 mostrou-se superior ao inicialmente apresentado pelo IBGE. As variações no primeiro e segundo trimestres de 2017 (considerando a série com ajuste sazonal) passaram de 1,0% e 0,2% para 1,3% e 0,7%, o que equivale a dizer que o crescimento acumulado do PIB, em volume, no primeiro semestre, passou de 1,3% (na série anterior) para 2,0%.

No terceiro trimestre, apesar da relativa estabilidade do PIB ante o trimestre imediatamente anterior, a abertura pela ótica da oferta exhibe crescimento mais disseminado entre os componentes de maior relevância em termos de participação no valor adicionado, com expansão da indústria (0,8%), liderada pela indústria de transformação (1,4%), e dos serviços, com destaque à atividade de comércio (1,6%). Como exercício contra factual, é válido dizer que não fosse a contribuição negativa da agropecuária (queda de 3,0%), o PIB do terceiro trimestre poderia ter registrado variação de 0,4% ao invés de 0,1%.

A Tabela 1 apresenta as variações de cada componente, pela ótica da produção e da demanda, em relação ao mesmo período do ano anterior e ao trimestre imediatamente anterior (após ajuste sazonal).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>1</sup> Para maiores detalhes, ver: [https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt\\_2017\\_3tri.pdf](https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2017_3tri.pdf)

**TABELA 1. VARIAÇÃO DO PIB EM RELAÇÃO AO MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR E AO TRIMESTRE IMEDIATAMENTE ANTERIOR**

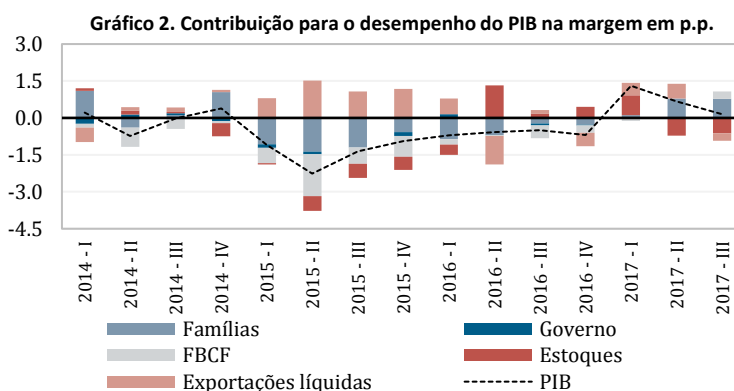
	1T/2017		2T/2017		3T/2017	
	Ante 1T/2016	Ante 4T/2016	Ante 2T/2016	Ante 1T/2017	Ante 3T/2016	Ante 2T/2017
Agropecuária	18,5%	12,9%	14,8%	-2,3%	9,1%	-3,0%
Indústria	-1,0%	1,2%	-1,9%	-0,4%	0,4%	0,8%
Serviços	-1,6%	0,3%	-0,2%	0,8%	1,0%	0,6%
<b>PIB</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,1%</b>
Despesa de consumo das famílias	-1,7%	0,2%	0,6%	1,2%	2,2%	1,2%
Despesa de consumo do governo	-0,5%	-0,1%	-0,8%	-0,1%	-0,6%	-0,2%
Formação bruta de capital fixo	-3,7%	-0,6%	-6,7%	0,0%	-0,5%	1,6%
Exportações de bens e serviços	1,8%	5,7%	2,5%	1,2%	7,6%	4,1%
Importações de bens e serviços	9,8%	1,9%	-3,2%	-3,4%	5,7%	6,6%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Na ótica da demanda, as elevações da despesa de consumo das famílias (alta de 1,2% em relação ao segundo trimestre e contribuição de 0,8 ponto percentual no desempenho do PIB) e da formação bruta de capital fixo (alta de 1,6% e contribuição de 0,3 p.p.) foram praticamente anuladas pelo efeito negativo das exportações líquidas (-0,3 p.p.) - refletindo o crescimento das importações (6,6%) acima das exportações (4,4%) - e dos estoques (-0,6 p.p.).

O Gráfico 2 exibe as contribuições de cada componente da demanda agregada, incluindo também a variação de estoques, no desempenho do PIB desde o início de 2014. Conforme se pode ver, o consumo das famílias passou a contribuir positivamente a partir do segundo trimestre do ano e permaneceu em alta no terceiro trimestre. O desempenho da formação bruta de capital fixo também merece destaque, após sucessivos trimestres de contração, durante todo o ciclo recessivo da economia.

Ainda é válido mencionar o comportamento das exportações líquidas. Após ter ajudado a explicar o desempenho positivo do PIB no primeiro semestre, a tendência, com a recuperação das importações em virtude da melhora da atividade doméstica, é que essa rubrica passe a se situar em um campo mais neutro - já considerando a previsão de aumento das exportações de bens e serviços decorrente de uma perspectiva mais positiva para a atividade econômica global (a previsão do FMI para o crescimento do PIB mundial em 2017 e 2018 é de 3,7% e 3,8%, após variações de 3,4% e 3,2% em 2015 e 2016).



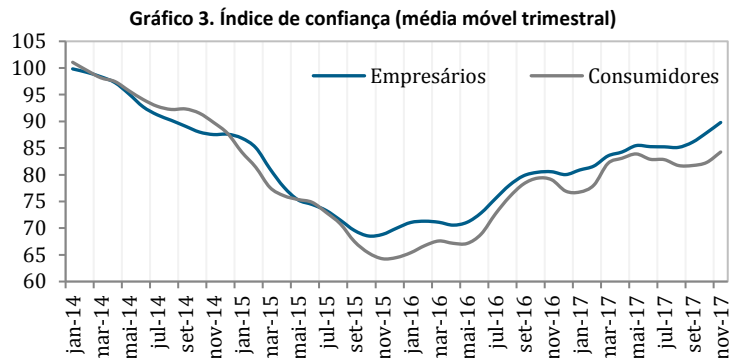
Em linhas gerais, o resultado do PIB do terceiro trimestre trouxe uma perspectiva mais positiva sobre a evolução da economia brasileira em 2017 ao mostrar que a retomada tem ocorrido em bases mais amplas. Além do crescimento setorial melhor distribuído, é possível ainda afirmar que a recuperação se encontra relativamente disseminada entre as regiões do país. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção agropecuária, da indústria e do volume de serviços, registrou avanço em quatro das cinco regiões do país, no terceiro trimestre: Norte (1,0%), Nordeste (-0,1%), Centro-Oeste (1,1%), Sudeste (0,8%) e Sul (0,4%), conforme se observa na Tabela 2.

**TABELA 2. EVOLUÇÃO DO IBC-BR POR REGIÕES: TRIMESTRE/ TRIMESTRE IMEDIATAMENTE ANTERIOR (COM AJUSTE SAZONAL)**

	1T/16	2T/16	3T/16	4T/16	1T/17	2T/17	3T/17
<b>IBC-Br</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>
Norte	-1,0%	0,9%	-0,2%	-1,9%	3,3%	2,3%	1,0%
Nordeste	-0,9%	-1,4%	-0,6%	-0,1%	0,6%	0,7%	-0,1%
Centro-Oeste	-1,4%	0,0%	-0,9%	-0,1%	1,4%	0,9%	1,1%
Sudeste	-1,7%	-0,3%	-0,7%	-1,2%	0,6%	0,7%	0,8%
Sul	-2,1%	0,7%	-0,6%	-0,3%	3,6%	-0,6%	0,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

As informações sobre o estado da economia no quarto trimestre sugerem que prossegue a trajetória de expansão moderada. Além do resultado ligeiramente positivo da produção industrial de outubro (acréscimo de 0,2% em relação a setembro, disseminado entre 15 dos 24 segmentos pesquisados), as sondagens realizadas pela FGV com empresários e consumidores mostram que o índice de confiança (Gráfico 3) continua avançando, após um solço observado ao longo do segundo trimestre.



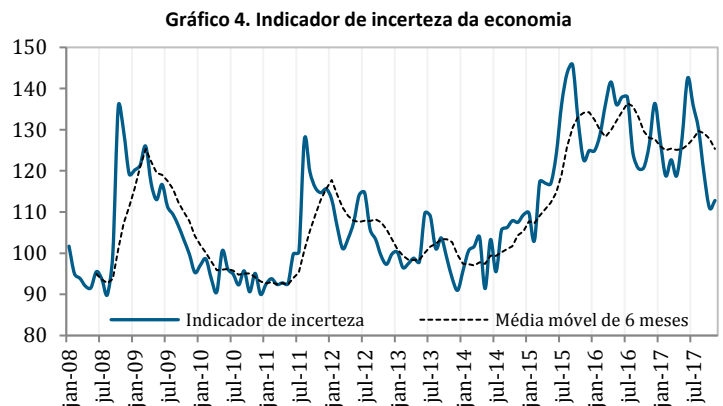
Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

O Índice de Confiança do Consumidor subiu 3,1 pontos entre outubro e novembro, enquanto o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que consolida informações de quatro setores (indústria, serviços, comércio e construção civil), avançou 1,5 ponto na mesma comparação. Nos dois casos, consumidores e empresários avaliaram positivamente tanto a situação atual quanto as perspectivas futuras.

O reaquecimento da confiança dos agentes, em linhas gerais, é compatível a queda da inflação (entre janeiro de 2016 e outubro de 2017, o IPCA acumulado em doze meses diminuiu 8,0 pontos percentuais, passando de 10,7% para 2,7%), 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 a melhora que se nota nos indicadores do mercado de trabalho, sobretudo no que diz respeito à ampliação da massa salarial (em outubro, o crescimento acumulado em doze meses atingiu 2,1%, ao passo que em outubro de 2016 essa variação tinha sido -3,8%).

Nesse ambiente, vale ressaltar que o comprometimento de renda das famílias com o pagamento de dívidas bancárias, atingiu, em setembro, 20,5%, 1,7 ponto percentual mais baixo que o registrado em setembro do ano passado.

Tais fatores, em conjunto, estão alinhados para explicar o maior crescimento do PIB em 2018 (estimativa de 2,3%), à medida em que abrem espaço para a ampliação da despesa de consumo das famílias e dos investimentos. Concomitante à tendência de aumento da confiança, percebe-se também que o Indicador de

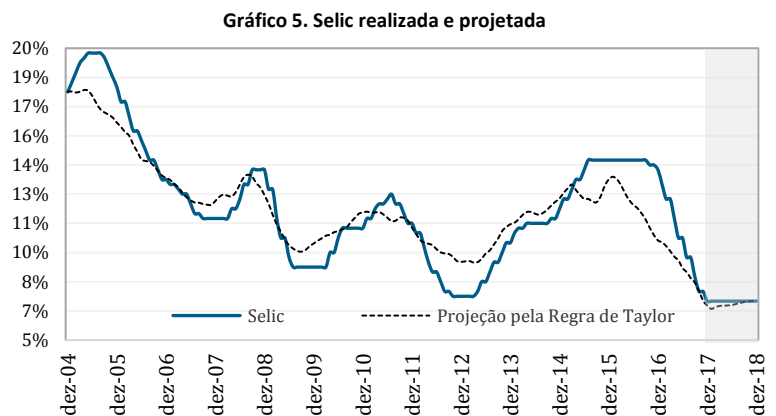


Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Incertezas da Economia<sup>2</sup>, produzido pela FGV, tem diminuído nos últimos meses, afastando-se do pico mais recente observado em junho de 2017. Entre outubro e novembro, o indicador subiu 1,8 pontos, mas recuou 31,5 pontos entre junho e outubro, como se observa no Gráfico 4.

A manutenção de um ambiente de baixa incerteza é essencial para a aceleração da retomada da economia em 2018. De todo modo, existe um balanço de riscos que perpassa a estimativa de crescimento econômico, principalmente no que diz respeito às incertezas do cenário político-eleitoral e ao desafio de redução do déficit primário e da sustentabilidade do endividamento público, que poderia afetar as medidas de prêmio de risco e, consequentemente, as expectativas de inflação e a condução da política monetária.

As simulações da IFI para a taxa de juros com base em uma Regra de Taylor<sup>3</sup>, considerando a posição cíclica da economia ainda abaixo de seu nível potencial e expectativas de inflação ancoradas, indicam que a taxa de juros deve se situar ao redor do atual patamar de 7,0% a.a. durante o próximo ano, conforme se nota no Gráfico 5.



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração e projeções: IFI.

<sup>2</sup> O Indicador de Incertezas da Economia é produzido mensalmente a partir da frequência de notícias que fazem menção à palavra incerteza na mídia impressa e online; das dispersões das previsões de mercado para a taxa de câmbio e a inflação e da volatilidade do mercado de ações medido pelo Ibovespa. Ver: <http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D93086A466B16>

<sup>3</sup> Equação que guia a decisão de política monetária, ao relacionar a taxa nominal de juros com a taxa nominal de juros neutra (taxa real neutra acrescida da meta de inflação), o desvio da inflação esperada em relação à meta e o hiato do produto.