

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

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

### 1.1 Análise do resultado do PIB de 2017

Nos relatórios passados, apontamos a tendência de recuperação gradual da economia brasileira. Os indicadores de frequência mensal, como o IBC-Br (o chamado “PIB mensal”, calculado pelo Banco Central), indicam recuperação incipiente, concentrada nos setores industrial e de comércio varejista. O dado da Produção Industrial Mensal (PIM), em janeiro, foi bastante negativo: queda de 2,4% em relação a dezembro, no dado dessazonalizado. Contudo, trata-se de fator insuficiente para alterar as perspectivas a respeito do processo de retomada da economia. Trata-se, como temos dito, de um processo lento e paulatino. Idas e vindas, nas taxas mensais, não alteram a perspectiva de médio prazo.

O PIB de 2017, divulgado nos últimos dias pelo IBGE, segue a mesma direção. Neste contexto, deverá ser relevante a alta da arrecadação tributária, como mostraremos na seção 2.2. Como se sabe, o PIB pode ser analisado por três óticas: renda, das demanda e oferta. Vamos nos ater, a seguir, à avaliação óticas da demanda e da oferta. O objetivo é analisar o desempenho setorial e mais desagregado da economia, em linha com o que foi apresentado quando da divulgação do resultado do PIB do terceiro trimestre de 2017.

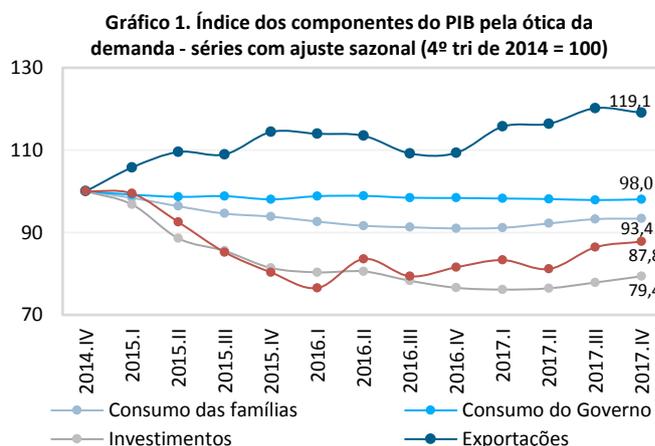
#### 1.1.1 Análise do PIB pela ótica da demanda

Na ótica da demanda, o PIB é composto pelos seguintes componentes: consumo das famílias, consumo do governo, investimentos (ou formação bruta de capital fixo) e exportações líquidas de importações. A ideia é captar toda a produção interna, que pode transformar-se em consumo ou investimentos, mas também pode ser enviada para fora do país. Ao subtrair as importações, garante-se a contabilização de tudo que foi consumido ou investido, no país, sem contar as compras, pelos brasileiros, de produtos feitos por outros países (equação 1).

$$\text{PIB} = \text{Consumo das Famílias} + \text{Consumo do Governo} + \text{Investimentos} + \text{Exportações} - \text{Importações}$$

Sob esta ótica, os resultados do PIB mostraram-se positivos em 2017. Em primeiro lugar, a análise do PIB do quarto trimestre de 2017 em relação ao trimestre imediatamente anterior, sustentou as seguintes taxas de variação: consumo das famílias, +0,1%; consumo do governo, +0,2%; investimentos, +2,0%; exportações, -0,9%; e importações, +1,6%. A taxa positiva do consumo das famílias já é a quarta consecutiva. No caso dos investimentos, são três períodos de taxas positivas.

Em horizonte mais longo de tempo, tomando-se o final de 2014 como referência analítica, por se tratar do ponto inicial do processo de recessão observado em 2015 e 2016, é possível contextualizar melhor esses números. O Gráfico 1 apresenta os dados trimestrais com ajuste sazonal, em forma de número-índice, fixando-se o último trimestre de 2014 como sendo igual a 100.



Fonte: IBGE. Elaboração - IFI.

O Gráfico 1 apresenta os dados trimestrais com ajuste sazonal, em forma de número-índice, fixando-se o último trimestre de 2014 como sendo igual a 100.

Como se vê, os investimentos ou formação bruta de capital fixo, de fato, já apresentam certa elevação. Ao longo de 2017, observa-se uma retomada acumulada de 4,2% (considerando-se as taxas trimestrais da série com ajuste sazonal). Contudo, o ritmo é bastante lento, fazendo com que o nível de investimentos se situe ainda distante do nível do final de 2014 em 20,6% (curva cinza no Gráfico 1). Trata-se de um movimento esperado, diante das incertezas que ainda circundam o quadro interno. A redução da Selic e, com ela, dos juros reais, combinada com o aumento da massa salarial e do emprego, pode impulsionar os investimentos entre 2018 e 2019. A agenda do ajuste fiscal terá importância relativa elevada na dimensão desse movimento.

As exportações – cujo desempenho evitou que o país passasse por recessão ainda mais séria, entre 2015 e 2016 – situam-se 19,1% acima do observado ao final de 2014, ao passo que as importações são 12,2% menores. Contudo, há uma diferença importante entre 2015, 2016 e 2017. No primeiro ano, exportações cresciam enquanto importações diminuía, gerando efeito líquido duplamente positivo sobre o PIB. Já em 2016, houve certa estagnação de ambas as séries. Finalmente, em 2017, a recuperação de algum dinamismo interno colocou as importações em trajetória de crescimento e as exportações voltaram a aumentar. Liquidamente, como mostraremos a seguir, caiu a zero a contribuição das exportações líquidas para o crescimento real do PIB.

O peso do resultado das exportações líquidas dependerá das condições de taxa de câmbio e juros. O ajuste fiscal tem papel relevante nesse processo. Os juros tenderão a permanecer em níveis mais baixos tanto quanto o reequilíbrio das contas públicas permitir. O efeito sobre o câmbio pode ser dúbio, uma vez que o risco país diminuiria, com o lado fiscal da economia mais ajustado, o que faria o real valorizar em relação ao dólar. Já o diferencial de juros interno e externo menor tenderia a atrair menos capital de curto prazo, depreciando o câmbio.

A junção desses dois efeitos tenderia a ser favorável à desvalorização do real e, portanto, às exportações líquidas, dado que o nível do risco país já é bastante baixo. Isto é, uma melhora do risco país, a partir de um nível já confortável, produziria menos efeitos do que a redução no diferencial de juros interno e externo, ainda muito alto. Mas essa é uma questão que merece melhor investigação.

Já o consumo das famílias figura em nível ainda inferior em 6,5% ao observado no último trimestre de 2014. Por outro lado, desde o início de 2017, avançou 2,6% (considerando-se as taxas trimestrais acumuladas da série com ajuste sazonal). O consumo depende do emprego e da renda, que vêm apresentando recuperação. A queda da inflação implicou ganho importante de renda real, da ordem de 2,5%. O emprego também avança, sobretudo no campo informal, como mostramos no Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de fevereiro. As taxas de queda observadas na ocupação formal são cada vez menores e, no caso do mercado informal, a alta é expressiva. Esses vetores tendem a continuar melhorando, o que – ao lado do barateamento do crédito, com a redução dos juros – deve melhorar as condições de consumo.

Finalmente, o consumo do governo está em nível 2% mais baixo do que o observado no final de 2014. O ajuste fiscal em curso explica boa parte dessa dinâmica. A redução dessa componente produz efeitos importantes sobre os juros e tende a estimular o investimento. Mais uma vez, evidencia-se a importância de sustentar um programa de ajuste fiscal perene, com foco no controle do gasto público e/ou na elevação de receitas.

Uma forma de avaliar o peso de cada um desses componentes da demanda – consumo das famílias, consumo do governo, formação bruta de capital fixo e exportações líquidas – na dinâmica de crescimento econômico é ponderar as taxas de variação real pela participação de cada item no PIB. A Tabela 1 ilustra o resultado desse exercício, com destaques em cinza. Para ter claro, a contribuição é calculada multiplicando-se a taxa de variação real do componente pela sua participação no PIB. Por exemplo, o consumo correspondeu, no último trimestre de 2017, a R\$ 1,1 trilhão, e este componente da demanda corresponde a 64% do PIB. A variação real do consumo das famílias foi de 2,6% na comparação o quarto trimestre de 2016. Assim, tem-se uma contribuição de 64% vezes 2,6%, isto é, 1,7 p.p., o que agregado à mesma conta, para os outros itens da demanda, compõe a taxa de variação real do PIB de 2,1% observada no trimestre em relação ao mesmo período de 2016.

O destaque dos resultados do último trimestre de 2017, sem dúvida, é a formação bruta de capital fixo. Após 14 trimestres de quedas consecutivas, o investimento apresentou contribuição de 0,6 ponto de porcentagem na taxa de crescimento do PIB. Uma forma de qualificar a melhora da rubrica de investimentos pode ser feita pela abertura de seus componentes. Dados desagregados calculados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)<sup>1</sup>, nesse sentido, mostram que o avanço dos investimentos no quarto trimestre ainda não está totalmente disseminado, uma vez que foi determinado pela expansão do componente de máquinas e equipamentos, enquanto os investimentos relacionados à construção civil mantiveram-se estagnados frente ao mesmo período de 2016.

Outro destaque positivo é o consumo das famílias. A contribuição para a taxa de crescimento total do PIB, no trimestre em relação ao mesmo período de 2016, foi de 1,7 p.p. – consolidando três trimestres seguidos de taxas positivas nesta base de comparação. Já as exportações líquidas contribuíram com 0,1 p.p., bem abaixo das contribuições observadas em trimestres passados, o que se deve majoritariamente à aceleração das importações, um movimento natural e esperado, dado o aquecimento da atividade econômica, que afeta positivamente o consumo e turbina as importações.

**TABELA 1. CONTRIBUIÇÃO DE CADA COMPONENTE DO PIB (ÓTICA DA DEMANDA) PARA A TAXA DE CRESCIMENTO REAL TOTAL EM P.P. (TRIMESTRE CONTRA O MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR)**

	Consumo da Famílias	Consumo do Governo	Formação Bruta de Capital Fixo	Varição de Estoques	Exportações líquidas	PIB
2014.I	2,2	0,3	0,9	-0,2	0,2	3,5
2014.II	0,9	0,2	-1,3	-0,7	0,5	-0,4
2014.III	0,7	0,2	-1,6	-0,3	0,4	-0,6
2014.IV	1,8	-0,2	-1,4	0,1	-0,6	-0,2
2015.I	-0,3	-0,1	-2,0	-0,3	1,2	-1,6
2015.II	-1,3	-0,3	-2,5	-1,1	2,5	-2,7
2015.III	-2,4	-0,3	-2,9	-1,6	3,0	-4,3
2015.IV	-3,9	-0,4	-3,6	-1,7	4,0	-5,6
2016.I	-3,8	-0,1	-3,3	-2,4	4,3	-5,2
2016.II	-3,1	0,0	-1,6	-0,6	1,9	-3,4
2016.III	-2,2	-0,1	-1,5	0,1	1,0	-2,7
2016.IV	-2,0	0,0	-1,0	1,3	-0,9	-2,5
2017.I	-1,1	-0,1	-0,6	2,9	-1,1	0,0
2017.II	0,4	-0,2	-1,1	0,6	0,7	0,4
2017.III	1,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	1,4
2017.IV	1,7	-0,1	0,6	-0,2	0,1	2,1

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os dados acima ajudam a qualificar as conclusões obtidas no gráfico 1. Em resumo, pode-se afirmar que o quadro geral atual, quando comparado ao pré-crise (2014), ainda é bastante negativo. Contudo, há uma melhora gradual em curso, com peso importante do consumo e, de maneira ainda moderada, do investimento.

<sup>1</sup> Para maiores detalhes ver: <http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2018/03/01/indicador-ipea-de-fbcf-ajustado-pelos-dados-das-contas-nacionais-3/>

Finalmente, apresentamos o Gráfico 2, que apresenta as contribuições para a taxa de crescimento real do PIB, mas agora tomando por base o ano completo. Depois de dois anos de influência negativa sobre o PIB (quase -5 p.p., em 2015 e 2016), o consumo das famílias voltou claramente ao campo positivo, contribuindo com 0,6 p.p. na taxa de variação real total do PIB. O investimento (formação bruta de capital fixo) passou de influência negativa de quase 5 p.p., também, para uma contribuição próxima de zero, em 2017.

Já as exportações líquidas, que chegaram a auxiliar o crescimento do PIB com cerca de 4,5 p.p., no biênio 2015-2016, contribuíram em 2017 com algo próximo de zero. Isso se deve, como já mencionado, à recuperação das importações, que está relacionada diretamente ao aumento do consumo interno – um fator preocupante para a economia, já que não se observa, até o momento, uma retomada baseada em crescimento substantivo da produção doméstica, a ponto de compensar o aumento das importações. Evidentemente, é preciso esperar mais alguns resultados de variáveis mensais, além do próprio PIB do primeiro trimestre de 2018, que será conhecido em junho, para ter uma avaliação mais clara do desempenho da economia doméstica.

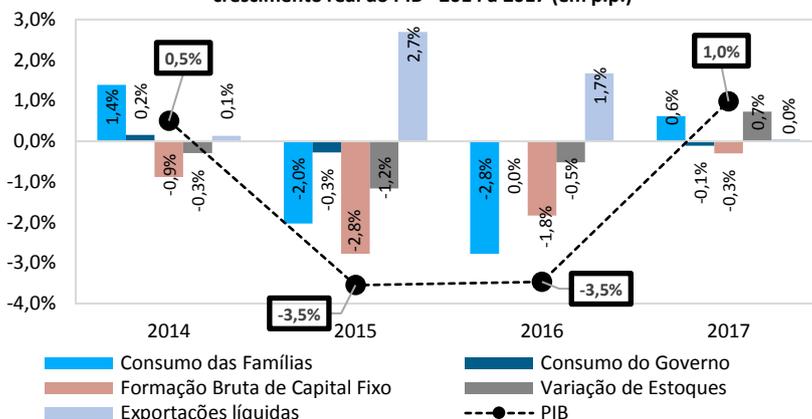
Por ora, é importante ressaltar que, em termos relativos, a economia passou a um desempenho mais positivo. Em termos absolutos, contudo, o quadro ainda é muito ruim. A recuperação do investimento, com mais força, será essencial para que se tenha um processo perene de desenvolvimento econômico, neste e nos próximos anos. Isso depende fortemente da qualidade do ajuste fiscal.

### 1.1.2 Análise do PIB pela ótica da oferta

A análise do lado da oferta ajuda a traduzir o desempenho do setor produtivo da economia. O setor de maior destaque, em 2017, foi o agropecuário, mas a indústria ensaia alguma recuperação. Esse movimento está alinhado aos dados de emprego, do Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados – Ministério do Trabalho), que evidenciam geração de vagas no setor industrial. Os dados de maior frequência para este setor, conhecidos na divulgação da Produção Industrial Mensal (PIM), também indicam recuperação, a despeito da queda observada no mês de janeiro de 2018. A análise combinada de todos esses fatores indica que a dinâmica de crescimento ainda é bastante gradual.

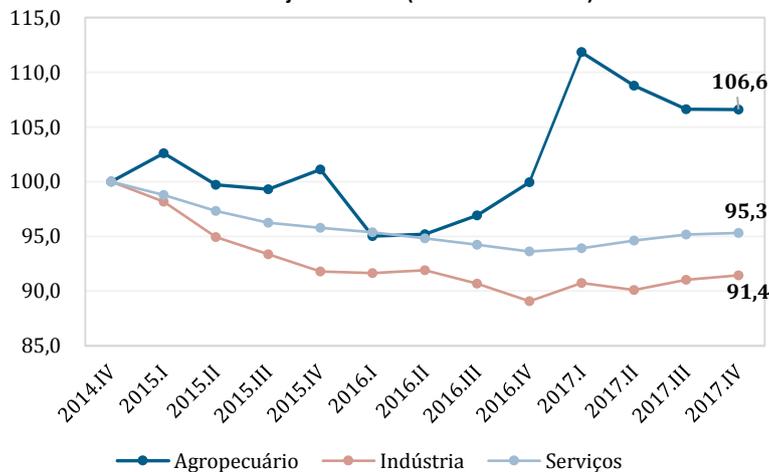
O Gráfico 3 ajuda a entender o nível em que cada setor principal de atividade – agropecuário, industrial e de serviços – está em relação ao pré-crise (final de 2014). O melhor setor é o Agropecuário, que se situa a um nível de 106,6

**Gráfico 2. Contribuição de cada componente da demanda para o crescimento real do PIB - 2014 a 2017 (em p.p.)**



Fonte: IBGE. Elaboração - IFI.

**Gráfico 3. Índice dos componentes do PIB pela ótica da oferta - séries com ajuste sazonal (4º tri de 2014 = 100)**



Fonte: IBGE. Elaboração - IFI.

(em número-índice), quando fixamos o final de 2014 como sendo igual a 100. A Indústria está em 91,4 e os Serviços situam-se em 95,3.

No caso da indústria, o piso, no pós-2014, ocorreu ao final de 2016, com o nível de 89,1. Isso significa que a Indústria chegou a ficar quase 11 pontos abaixo do nível do último trimestre de 2014 (=100). Este é o contexto em que as taxas de variação positivas observadas nos dados do último trimestre – tanto em relação ao mesmo período de 2016 quanto em relação ao trimestre imediatamente anterior – devem ser analisadas. Dito de outra forma, a indústria ainda figura em patamar muito baixo. Basta observar os dados em participação do PIB para entender esse cenário geral ainda muito negativo.

No quatro trimestre de 2017, o crescimento setorial em relação ao mesmo período do ano anterior foi o seguinte: +6,1%, Agropecuária; +2,7%, Indústria; e +1,7% para os Serviços.

Feitas essas ponderações, podemos passar à análise das contribuições de cada setor para o desempenho do PIB, no quatro trimestre de 2017 em relação ao mesmo período de 2016, e também na apuração anual, da mesma forma que fizemos na análise do PIB pela ótica da demanda.

Os dados da Tabela 2 ajudam a compreender os pesos de cada componente da oferta para a variação do PIB.

No caso da Agropecuária, a variação de 6,1%, no quatro trimestre ante o mesmo período do ano anterior, representou uma contribuição de 0,2 p.p na variação real total do PIB. Isso porque o agronegócio representava algo como 3,5% do PIB total. No caso da Indústria, a variação de 2,7%, no quatro trimestre ante o mesmo período do ano anterior, produziu uma contribuição de 0,5 p.p. no crescimento real do PIB. Isso porque a indústria representava pouco mais de 18% da economia total do país. Finalmente, o setor de Serviços, cuja variação real foi de 1,7%, no quatro trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior, contribuiu com 1,1 p.p., dada a participação de 65% deste setor na economia.

**TABELA 2. CONTRIBUIÇÃO DE CADA COMPONENTE DO PIB (ÓTICA DA OFERTA) PARA A TAXA DE CRESCIMENTO REAL TOTAL EM P.P. (TRIMESTRE CONTRA O MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR)**

	Agropecuária	Indústria	Serviços
2014.I	0,4	0,8	1,6
2014.II	0,0	-0,7	0,4
2014.III	0,0	-0,8	0,2
2014.IV	0,1	-0,5	0,1
2015.I	0,4	-0,9	-0,7
2015.II	0,2	-1,0	-1,3
2015.III	0,0	-1,2	-2,1
2015.IV	0,0	-1,6	-2,6
2016.I	-0,4	-1,3	-2,2
2016.II	-0,2	-0,6	-1,6
2016.III	-0,1	-0,6	-1,3
2016.IV	-0,1	-0,6	-1,5
2017.I	1,1	-0,2	-1,0
2017.II	0,8	-0,4	-0,1
2017.III	0,4	0,1	0,6
2017.IV	0,2	0,5	1,1

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os destaques em cinza, na tabela, mostram há quantos períodos cada um dos setores já vem apresentando contribuições positivas para o PIB. Como se vê, o agronegócio segue à frente, com quatro trimestres consecutivos, e em seguida vêm os demais setores, com dois trimestres consecutivos.

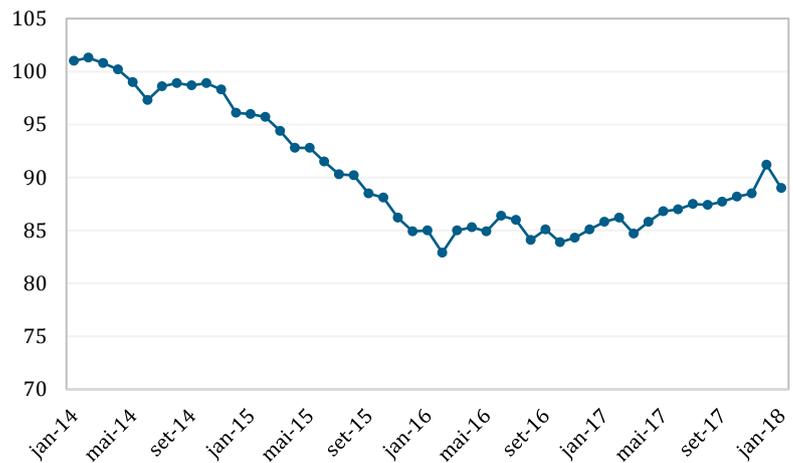
A indústria merece uma análise mais desagregada. O desempenho positivo, no último trimestre de 2017, ensejou considerações a respeito do processo mais estrutural de recuperação. Por outro lado, o dado da Produção Industrial Mensal (PIM) indicou queda substancial em janeiro na comparação mensal (-2,4% após elevação de 3,1% em dezembro), como se observa no Gráfico 4.

O dado negativo, isoladamente, não altera essa visão. Vale ressaltar que frente a janeiro de 2018 a produção registrou crescimento de 5,7%. Adicionalmente, no trimestre encerrado em janeiro o índice sustentou expansão de 2,1% em relação ao trimestre anterior (ante 2,0% no trimestre encerrado em setembro), com crescimento equilibrado entre as categorias pesquisadas: bens de capital (1,2% ante 1,7%), bens intermediários (2,1% ante 1,6%) e bens de consumo (1,3% ante 1,3%). De modo geral, o desempenho negativo da produção em janeiro não parece interromper a tendência de recuperação em curso no setor.

Além dos dados abertos da PIM, também podemos avaliar a indústria pela abertura do PIB industrial, por trimestre, já ponderando as taxas de variação real pela participação do componente no PIB total. O Gráfico 5 evidencia os resultados do exercício.

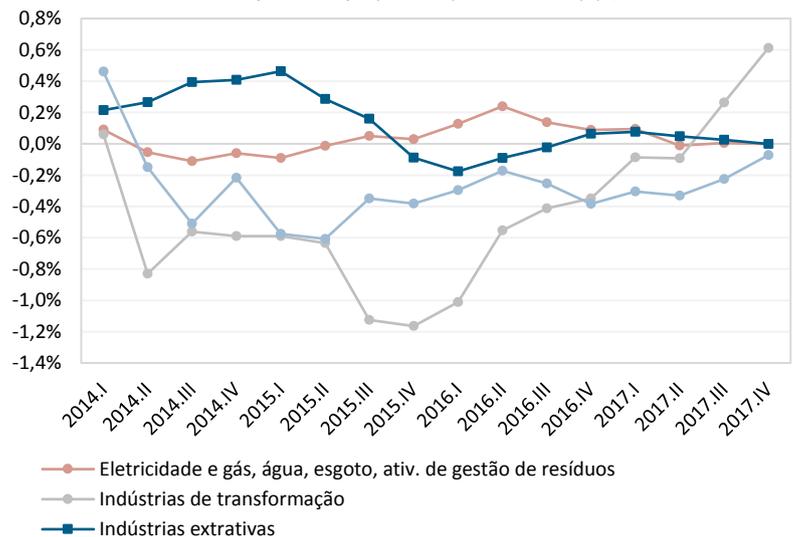
Essa desagregação mostra que a indústria de transformação tem se recuperado mais intensamente, enquanto que as contribuições das demais para o resultado do PIB – Construção, Serviços Industriais de Utilidade Pública e Extrativa – situam-se próximas do zero. As aberturas da PIM evidenciam que a retomada do setor, de fato, é liderada pela indústria de transformação, particularmente, pelo segmento automotivo.

Gráfico 4. Produção industrial com ajuste sazonal



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Gráfico 5. Contribuição da indústria de transformação, extrativa, construção e serviços públicos para o PIB (em p.p.)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os dados de emprego, por setor, também ajudam a qualificar o desempenho da indústria. Pelas informações do Caged, houve criação líquida de vagas, no dado sem ajustes, da ordem de 77 mil vagas para o total da economia em janeiro (o primeiro resultado positivo para o mês de janeiro desde 2014), das quais 49 mil foram geradas pela indústria de transformação. O saldo acumulado em doze meses, apesar de ainda permanecer no campo negativo no agregado da economia (-4,7 mil vagas), é positivo em 2,2 mil na indústria - o que não acontecia desde abril de 2014.

Finalmente, a análise da série anual, como fizemos na subseção anterior, permite avaliar as contribuições setoriais para o PIB. Os resultados seguem no gráfico 6.

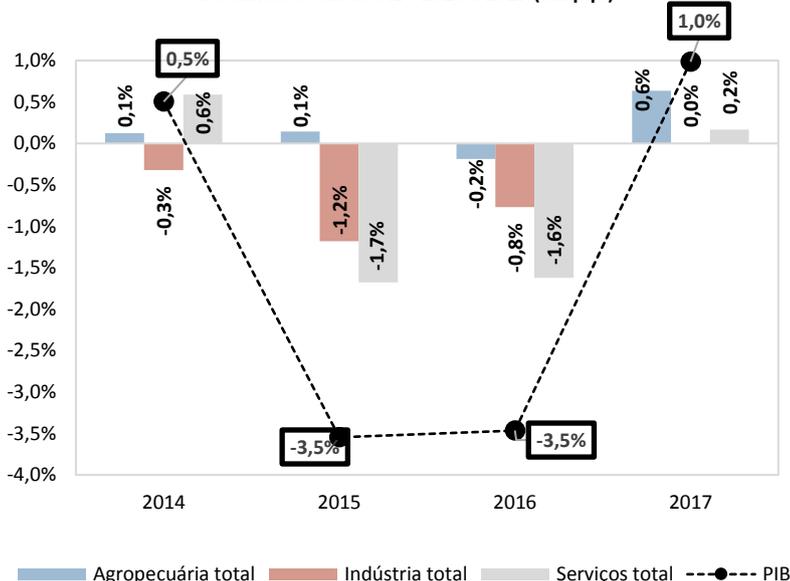
Como se vê, a indústria total saltou de uma contribuição negativa acumulada no biênio de 2015-2016 da ordem de -2 p.p., para zero, enquanto serviços saltaram de -3,3 p.p. para 0,2 p.p. e, finalmente, agropecuária saiu da casa de zero para +0,6 p.p., o que indica o tamanho da complexidade do desafio a ser superado pelo país. Todos os setores apresentam recuperação, mas muito lenta.

Como temos apontado, o Brasil ainda possui uma renda per capita relativamente baixa, que corresponde a um quarto da renda do grupo dos países desenvolvidos. Ampliá-la é condição necessária para que se consiga ampliar o nível de bem-estar social e melhorar as condições fiscais.

Evidentemente, o reequilíbrio das contas públicas e a busca pela sustentabilidade da dívida, por meio de programas de ajuste fiscal que contenham o avanço estrutural das despesas obrigatórias, também têm papel fundamental para o processo de recuperação da economia nacional.

Por ora, entendemos que o cenário mais provável, a longo prazo, é uma recuperação a taxas de crescimento do PIB médias em torno de 2,2% ao ano, para o período até 2030. Estes são os resultados apresentados na edição do Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de fevereiro, na seção de contexto macroeconômico<sup>2</sup>.

Gráfico 6. Contribuição de cada componente da oferta para o crescimento real do PIB - 2014 a 2017 (em p.p.)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>2</sup> Lei aqui a seção contendo as tabelas completas com as projeções para o PIB e demais parâmetros orçamentários - [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF13\\_FEV2018\\_pt01.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF13_FEV2018_pt01.pdf).