

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

A IFI atualiza trimestralmente suas projeções para as variáveis macroeconômicas e fiscais, publicando-as no Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF). Nesse prazo, são incorporados os últimos dados realizados e também reavaliadas as hipóteses e os modelos utilizados. Nesta edição, as trajetórias das principais variáveis no horizonte de médio e longo prazo não sofreram alterações substanciais, situando-se próximas daquelas apresentadas na publicação de agosto, mas foram realizados alguns ajustes no cenário de curto prazo, que são detalhados a seguir.

1.1 Simulações dos parâmetros macroeconômicos

As simulações são construídas para cada um dos cenários (base, otimista e pessimista) considerando-se diferentes trajetórias para o comportamento do risco-país e, na sequência, são derivados os efeitos sobre a taxa de câmbio, a inflação, a taxa de juros, o crescimento do PIB e de seus componentes e o mercado de trabalho, a partir de um conjunto de regressões e identidades construído pela IFI em bases trimestrais. A IFI publicará em breve uma nota metodológica explicitando os modelos e mecânica utilizados. A estimativa do crescimento potencial da economia (o chamado PIB potencial), por seu turno, é estruturada a partir da abordagem da função de produção¹, levando-se em conta diferentes hipóteses sobre como deverá evoluir a produtividade total dos fatores, e as estimativas para a trajetória da força de trabalho e do estoque de capital.

A construção dos cenários da IFI também está condicionada a outras suposições. Dentre elas, assume-se que a taxa de juros e a inflação na economia americana caminhará de acordo com as expectativas mais recentes delineadas pelo *Congressional Budget Office (CBO)*² e que o crescimento da economia mundial evoluirá conforme o estimado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) no relatório *World Economic Outlook*³.

Crescimento mundial menos vigoroso. Comparativamente à última atualização de cenários (exibida no RAF de agosto), o FMI passou a projetar um quadro de crescimento menos vigoroso para o PIB mundial devido, em parte, aos efeitos das tensões comerciais⁴ entre os Estados Unidos e a China sobre o volume de comércio internacional e à elevação da taxa de juros da economia americana, restringindo fluxos de capitais para países emergentes, dado o estreitamento do diferencial de juros internos e externos. O crescimento médio é estimado em 3,7% ao ano entre 2018 e 2019 e 3,6% a partir de então (2020-2023), sendo que anteriormente essas variações eram 3,9% e 3,7%, respectivamente. Houve ainda uma revisão substancial quanto ao desempenho da Argentina, parceiro comercial importante do Brasil, cuja economia deve contrair, em média, 2,1% no biênio 2018-2019 (4,7 p.p. abaixo da estimativa anterior).

¹ Para mais detalhes, confira o estudo especial Hiato do Produto na Economia Brasileira: Estimativas da IFI pela metodologia de função de produção, disponível em: <https://bit.ly/2EaDxtG>

² Disponíveis em: <https://bit.ly/2KDKB3P>

³ Para acessar o relatório completo, acesse: <https://bit.ly/2PhUfQA>

⁴ Os Estados Unidos, desde janeiro, têm elevado as tarifas sobre produtos importados como alumínio e aço, e uma gama de gama de produtos chineses, sofrendo retaliações de parceiros comerciais.

Revisão do crescimento do PIB e da inflação em 2018 e 2019. Levando-se em conta o abrandamento da economia mundial, fator que limita a velocidade de expansão das exportações brasileiras, bem como o movimento recente de queda de indicadores importantes da atividade econômica, como a produção industrial, que registrou perda acumulada de 2,7% entre julho e setembro, e a confiança dos empresários, revisamos ligeiramente para baixo a projeção para o crescimento do PIB no cenário base, de 1,6% para 1,4% em 2018 e de 2,4% para 2,3% em 2019. Adicionalmente, ajustamos para cima inflação esperada neste e no próximo ano, ao incorporar os dados recentes que indicam maior pressão oriunda dos preços administrados, sensibilizados pelo aumento da tarifa de energia elétrica (reflexo do baixo nível dos reservatórios de hidrelétricas) e pelo efeito da cotação internacional do preço do petróleo e da taxa de câmbio sobre o preço doméstico da gasolina.

Conseqüentemente, também foi revisada para baixo a expectativa de crescimento em termos reais da massa salarial (produto do emprego e do rendimento médio), como reflexo da redução da demanda por trabalho e do poder de compra dos salários diante do aumento de preços, sobretudo, de bens que comprometem parcela relevante do orçamento das famílias.

Ociosidade da economia é ocupada apenas gradualmente.

No cenário base, o prêmio de risco é mantido, por hipótese, no patamar atual de 250 pontos ao longo de todo horizonte de projeção. A ociosidade presente na economia brasileira é ocupada gradualmente, de modo que o hiato do produto fecharia apenas no final de 2021, momento em que o crescimento do PIB converge para sua taxa potencial (mantida em 2,2%).

Apesar da reação positiva do mercado acerca do resultado das eleições,

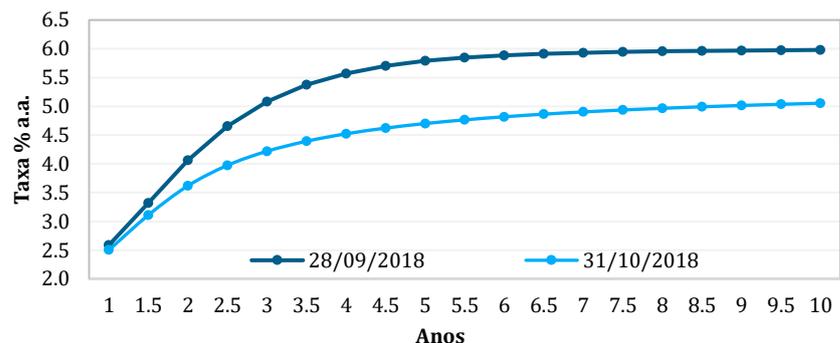
evidenciada, sobretudo, na redução das taxas de juros de longo prazo (Gráfico 1), ainda não há sinais claros de mudanças estruturais suficientes para alterar a dinâmica de investimentos e da produtividade da economia.

No cenário otimista, supõe-se que o prêmio de risco caminharia para um patamar mais confortável (200 pontos aproximadamente). O ambiente seria mais propício ao crescimento econômico, havendo fôlego adicional para a retomada cíclica da atividade. Nesse cenário, o PIB cresceria, em média, 3,4% entre 2020 e 2030.

No cenário pessimista, em que o prêmio de risco convergiria para um patamar mais próximo de 350 pontos (média do período 2014-2016), a taxa de câmbio tenderia a se depreciar de maneira mais intensa, com impacto sobre a inflação. Nesse cenário, a taxa de juros deve ser mais elevada, restringindo a perspectiva de crescimento do PIB (1,3% em média entre 2020 e 2030).

A tabela 1 compara as novas estimativas para cada um dos três cenários.

GRÁFICO 1. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS REAL (ACIMA DA INFLAÇÃO)



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

TABELA 1. 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	-3.5	-3.5	1.0	1.4	2.3	2.2	1.7	2.9	3.4	1.0	1.1	1.4
Massa salarial - Crescimento real	0.5	-3.4	2.3	2.0	2.4	2.3	2.5	3.6	3.0	1.9	1.5	1.5
IPCA	10.67	6.29	2.95	4.40	4.25	3.91	4.09	3.65	3.65	4.71	5.23	5.79
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	3.90	3.26	3.31	3.70	3.69	4.07	3.54	3.36	3.58	3.80	3.92	4.83
Selic - final de período	14.25	13.75	7.00	6.50	8.00	8.50	6.50	7.00	7.00	6.50	9.50	11.86
Juros reais	3.23	7.02	3.94	2.0	3.6	4.4	2.0	3.6	3.2	1.7	4.1	5.7
Versão passada (RAF 19 – Ago/18)	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030	2018	2019	2020-2030
PIB - Crescimento real	-3.5	-3.5	1.0	1.6	2.4	2.2	1.8	2.9	3.4	1.4	1.3	1.4
Massa salarial - Crescimento real	0.5	-3.4	2.3	2.2	2.8	2.1	2.4	4.1	2.9	1.9	1.8	1.7
IPCA	10.67	6.29	2.95	4.00	4.11	4.04	3.69	3.38	3.71	4.27	4.72	5.74
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	3.90	3.26	3.31	3.69	3.61	4.02	3.5	3.3	3.6	3.73	3.76	4.56
Selic - final de período	14.25	13.75	7.00	6.50	8.00	8.50	6.5	7.0	7.0	7.5	9.5	11.9
Juros reais	3.23	7.02	3.94	2.4	3.7	4.3	2.4	3.7	3.2	3.1	4.6	5.8
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	-	-	-	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	-0.2	0.1
Massa salarial - Crescimento real	-	-	-	-0.2	-0.4	-0.2	0.1	-0.5	0.1	0.0	-0.3	-0.2
IPCA	-	-	-	0.4	0.1	-0.1	0.4	0.3	-0.1	0.4	0.5	0.1
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	-	-	-	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
Selic - final de período	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0
Juros reais	-	-	-	-0.4	-0.1	0.1	-0.4	-0.1	0.1	-1.4	-0.5	-0.1

Fonte: Elaboração e projeções: IFI.

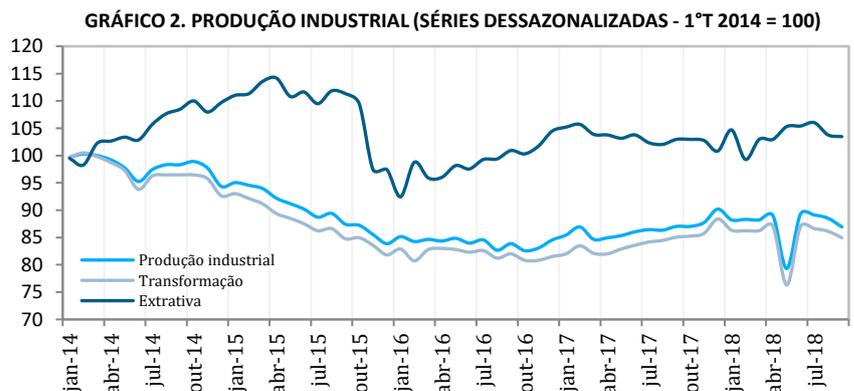
* As estimativas anuais no período 2018-2030 podem ser consultadas no sítio eletrônico da IFI neste link: <https://bit.ly/2PTRG7a>

1.2 Atividade Econômica

A recuperação da economia brasileira continua ocorrendo em ritmo moderado. Em agosto, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção agropecuária, da indústria, do comércio e dos serviços, avançou 0,5% frente a julho (quando havia crescido 0,6%), em termos dessazonalizados. O índice cresceu 1,9% na comparação anual e 1,5% quando se considera a variação acumulada nos últimos doze meses.

Pelo lado da oferta, serviços avançam apenas lentamente. O volume de serviços – setor com peso de aproximadamente 73% no PIB – registrou crescimento de 1,2% em relação a junho, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), quando havia recuado 2,0%. O indicador cresceu 1,5% na comparação anual, mas ainda retrai (-0,6%) se analisado pela variação acumulada em doze meses.

Atividade industrial diminuiu de forma disseminada em setembro. A produção industrial, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), acumulou perda de 2,7% entre julho e setembro, tendo registrado variações de -0,2% em julho, -0,7% em agosto e -1,8% em setembro, na comparação mensal. O nível atual da produção encontra-se 2,3% abaixo de abril (mês que antecedeu a greve dos caminhoneiros). O recuo da produção em setembro refletiu as perdas da indústria extrativa da indústria de transformação, e



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

se materializou de forma homogênea entre as categorias econômicas (atingindo os bens de capital, intermediários e de consumo).

O índice de confiança da indústria, na mesma direção, recuou em outubro (foi a terceira queda consecutiva, acumulando perda de 6,0 pontos desde agosto), influenciado pela demanda mais fraca pelos bens industriais. O nível de utilização da capacidade instalada do setor (NUCI) também diminuiu, passando de 76,9% em setembro para 76,4% em outubro, 3,9 pontos abaixo da média histórica dos últimos quinze anos (80,3%).

Pelo lado da demanda, a expansão das vendas no varejo é estimulada pela melhora nas condições de crédito. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal do Comércio) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, aumentou 4,2% entre agosto e julho, considerando a série com ajuste sazonal. No comparativo anual, o índice registrou alta de 6,9% (após 2,9% em julho), acumulando alta de 6,4% nos últimos doze meses encerrados em agosto.

Os dados de operações de crédito do Banco Central mostram ampliação nas novas concessões de empréstimos. O aumento do fluxo de crédito na margem tem refletido essencialmente a dinâmica das operações com recursos livres⁵ (8,2%, no acumulado em 12 meses encerrados em setembro), uma vez que as novas concessões de crédito com recursos direcionados⁶ (-7,7%) continuam em queda, influenciadas pela menor presença do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O movimento de expansão das operações com recursos livres vem resultando de incrementos tanto para as pessoas físicas quanto para as pessoas jurídicas (Tabela 2).

TABELA 2. NOVAS CONCESSÕES DE CRÉDITO DEFLACIONADAS PELO IPCA: TAXAS DE CRESCIMENTO

Novas concessões de crédito	Variação acumulada em 12 meses					
	abr/18	mai/18	jun/18	jul/18	ago/18	set/18
Recursos Livres	6.3%	6.6%	6.5%	7.3%	7.8%	8.2%
Pessoas Jurídicas	3.7%	5.4%	5.8%	7.7%	8.5%	10.0%
Pessoas Físicas	8.4%	7.6%	7.1%	6.9%	7.3%	6.9%
Recursos direcionados	-9.3%	-9.5%	-9.7%	-8.8%	-7.9%	-7.7%
Pessoas Jurídicas	-19.4%	-19.1%	-19.1%	-17.9%	-15.8%	-15.5%
Pessoas Físicas	0.3%	-0.5%	-1.1%	-0.7%	-1.0%	-1.3%
Recursos totais	4.7%	4.9%	4.9%	5.6%	6.2%	6.6%
Pessoas Jurídicas	1.1%	2.7%	3.0%	4.9%	5.9%	7.3%
Pessoas Físicas	7.6%	6.8%	6.3%	6.2%	6.5%	6.1%

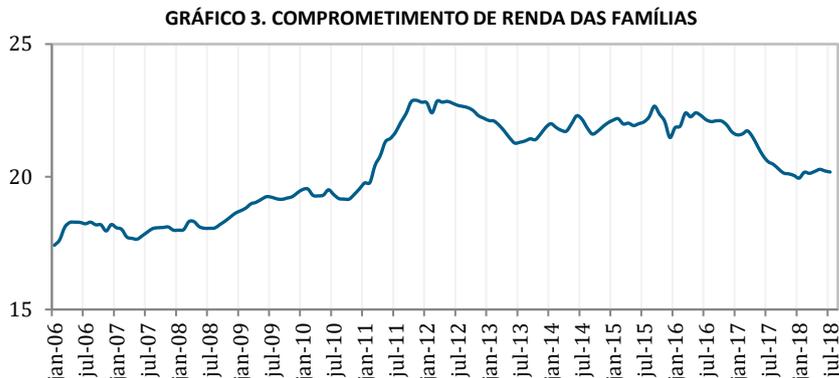
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

⁵ De acordo com o Banco Central, os recursos livres correspondem aos contratos de financiamentos e empréstimos com taxas de juros livremente pactuadas entre instituições financeiras e mutuários (taxas de mercado). Nas operações livres, as instituições financeiras têm autonomia sobre a destinação dos recursos captados no mercado.

⁶ Ainda de acordo com o Banco Central, os recursos direcionados correspondem às operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas a recursos orçamentários, destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazo aos setores imobiliário, habitacional, rural e de infraestrutura. As fontes de recursos são oriundas de parcelas das captações de depósito à vista e de caderneta de poupança, além de fundos e programas públicos.

As taxas de juros das novas concessões mantêm tendência de queda iniciada em 2017.

Além do aumento das novas concessões do crédito, as taxas médias de juros estão recuando de maneira gradual, movimento que é importante para que a reativação do crédito possa ter efeito mais amplo sobre a atividade econômica. Nesse sentido, a redução dos juros das operações de crédito para as pessoas físicas tem exercido papel importante no alívio do comprometimento de renda das famílias com dívidas bancárias. O indicador de comprometimento calculado pelo Banco Central recuou para 20% (-0,2 p.p. na comparação mensal e -0,4 p.p. na comparação anual) - fator que abre espaço no orçamento das famílias para a ampliação do consumo.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A estimativa da IFI para o PIB do terceiro trimestre contempla crescimento de 0,9% em relação ao trimestre imediatamente anterior (alta de 1,5% frente ao mesmo período do ano passado). A projeção indica aceleração do ritmo de expansão da atividade no terceiro trimestre, explicada, em grande medida, pela paralisação ocorrida ao longo de maio que reduziu de forma expressiva a base de comparação. No quarto trimestre, estima-se expansão adicional de 0,6% em relação ao trimestre imediatamente anterior (alta de 1,8% frente ao mesmo período do ano passado). No ano, o crescimento estimado é de 1,4%.

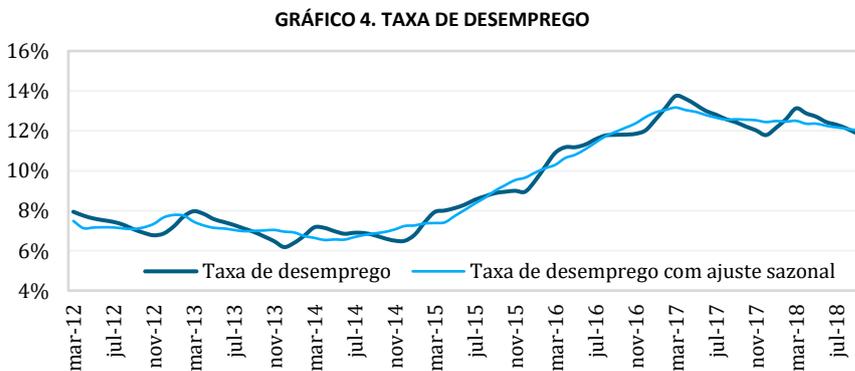
A estimativa da IFI para o PIB do terceiro trimestre contempla crescimento de 0,9% em relação ao trimestre imediatamente anterior (alta de 1,5% frente ao mesmo período do ano passado).

A projeção indica aceleração do ritmo de expansão da atividade no terceiro trimestre, explicada, em grande medida, pela paralisação ocorrida ao longo de maio que reduziu de forma expressiva a base de comparação. No quarto trimestre, estima-se expansão adicional de 0,6% em relação ao trimestre imediatamente anterior (alta de 1,8% frente ao mesmo período do ano passado). No ano, o crescimento estimado é de 1,4%.

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego vem diminuindo gradualmente desde março de 2017.

No trimestre encerrado em setembro de 2018, de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), a taxa de desemprego atingiu 11,9% da força de trabalho (Gráfico 3), recuando 0,5 ponto percentual em relação ao mesmo período de 2017. O total de pessoas desocupadas chegou a 12,5 milhões (470 mil a menos comparativamente ao mesmo período de 2017).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A redução do desemprego reflete a expansão das vagas no setor informal, que tem funcionado como válvula de escape no ambiente marcado por uma retomada lenta do crescimento econômico. Na comparação com o trimestre encerrado em setembro de 2017, a população ocupada sem carteira assinada no setor privado e por conta própria aumentaram, nessa ordem, 5,5% e 2,6%, enquanto a população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 1,0% (Tabela 3).

TABELA 3. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO

Indicadores de emprego	Percentual em relação ao total de ocupados			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	jul/18	ago/18	set/18	jul/18	ago/18	set/18	jul/18	ago/18	set/18
População ocupada	100.0%	100.0%	100.0%	1.1%	1.1%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%
Com carteira assinada no setor privado	36.0%	35.8%	35.6%	-1.1%	-1.3%	-1.0%	-1.6%	-1.8%	-1.5%
Sem carteira assinada no setor privado	12.1%	12.2%	12.4%	3.4%	4.0%	5.5%	5.3%	5.4%	5.0%
Trabalhador doméstico	6.8%	6.8%	6.8%	3.2%	3.1%	1.3%	2.6%	2.9%	2.5%
Setor público	12.7%	12.7%	12.7%	1.9%	2.3%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%
Empregador	4.8%	4.8%	4.8%	4.0%	5.2%	4.3%	4.6%	5.5%	5.1%
Conta Própria	25.2%	25.3%	25.4%	2.1%	1.9%	2.6%	3.9%	3.5%	3.4%
Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social	63.7%	63.4%	63.0%	0.5%	0.1%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os ganhos de renda continuam ocorrendo, mas desaceleram em termos reais. Nos últimos 12 meses encerrados em setembro, o rendimento médio do trabalho e a massa salarial avançaram, nessa ordem, 0,8% e 2,5% em termos reais (após 1,7% e 3,3%, respectivamente, em agosto). Os números detalhados na Tabela 4 apontam manutenção do poder de compra dos salários, sobretudo entre os grupos de maior remuneração.

TABELA 4. RENDIMENTO MÉDIO REAL E MASSA SALARIAL

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	jul/18	ago/18	set/18	jul/18	ago/18	set/18	jul/18	ago/18	set/18
Rendimento médio nominal (em R\$)	2 205	2 225	2 222	4.7%	5.7%	5.1%	4.5%	4.9%	4.2%
Rendimento médio real (em R\$)	2 221	2 230	2 222	0.8%	1.3%	0.6%	1.4%	1.7%	0.8%
Com carteira assinada no setor privado	2 125	2 127	2 134	0.1%	-0.1%	0.3%	1.8%	1.6%	1.2%
Sem carteira assinada no setor privado	1 315	1 329	1 328	5.1%	5.5%	1.4%	1.5%	1.4%	0.3%
Trabalhador doméstico	876	869	868	-0.1%	-0.7%	-0.8%	1.1%	1.0%	0.7%
Setor público	3 521	3 499	3 514	3.3%	2.8%	3.1%	1.8%	1.7%	1.7%
Empregador	5 370	5 598	5 607	-6.0%	-2.4%	-1.7%	-1.3%	0.3%	-3.3%
Conta Própria	1 631	1 627	1 602	1.1%	1.6%	-0.2%	0.5%	0.9%	0.6%
Massa salarial em termos reais (em milhões de R\$)	198 629	200 330	200 676	2.0%	2.6%	2.2%	3.0%	3.3%	2.5%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.4 Inflação e juros

A tendência da inflação manteve-se no limite inferior da meta. A média dos núcleos de inflação calculados pelo Banco Central (medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 3,0% em setembro para 2,9% em outubro, enquanto a inflação cheia observada pela variação do IPCA medida em doze meses chegou a 4,6% em outubro (ante 4,5% em setembro). Como se observa na Tabela 5, os preços livres (mais sensíveis ao ciclo econômico) tiveram alta de 2,8%, enquanto os preços administrados por contratos mantiveram-se pressionados (9,9%), desacelerando modestamente.

TABELA 5. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR

Inflação ao consumidor	Variação acumulada em 12 meses					
	mai/18	jun/18	jul/18	ago/18	set/18	out/18
Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC	1.8%	3.5%	3.6%	3.6%	4.0%	4.0%
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA	2.9%	4.4%	4.5%	4.2%	4.5%	4.6%
Preços administrados	8.1%	11.8%	11.3%	9.6%	10.4%	9.9%
Preços livres	1.1%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%
Alimentação no domicílio	-3.8%	0.1%	0.3%	1.5%	2.2%	3.3%
Industriais	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%	1.8%	1.9%
Serviços	3.3%	3.2%	3.5%	3.3%	3.2%	3.0%
Média dos núcleos de inflação	2.6%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O quadro de inflação corrente favorável, nível de atividade reagindo lentamente (ainda com alto grau de ociosidade dos fatores produtivos) e expectativas de inflação ancoradas - alinhadas à meta de inflação para os próximos anos, conforme indicado no Boletim Focus - permite o Banco Central ainda sustentar a Selic em patamares historicamente baixos (em 6,5%).

A taxa de juros real *ex-ante* (medida pela taxa dos contratos futuros deflacionada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses), relevante para a tomada de decisões de investimento por olhar para o futuro, depois de ter atingido um ponto de máximo em agosto (4,4%), voltou a baixar em setembro (3,7%) e outubro (2,9%). A melhora na curva de juros, ao sensibilizar o custo do crédito, impulsiona o nível de atividade e de emprego. O principal risco de alta para o cenário de inflação e, portanto, para o movimento das taxas de juros, diz respeito à frustração das expectativas acerca do encaminhamento de medidas relevantes para o equilíbrio das contas públicas e a sustentabilidade da dívida – risco que é amplificado em uma conjuntura internacional mais desafiadora para as economias emergentes, em face do aumento da taxa de juros na economia norte-americana.



Fonte: BM&F e Banco Central. Elaboração: IFI