

## SEÇÃO IX

# Visão Geral de Conjuntura

## Sumário

O desempenho da economia no terceiro trimestre vem se caracterizando pelo aumento da instabilidade no mercado financeiro combinado com a continuidade do lento processo de recuperação da atividade econômica. Na comparação com o segundo trimestre, a evolução do produto interno bruto (PIB) apresenta alguma aceleração (crescimento com ajuste sazonal de 1,1%), mas esta aceleração na margem ocorre após o agudo choque de oferta adverso causado pela greve dos caminhoneiros, devendo-se, assim, em grande medida, à fraca base de comparação. O aumento da instabilidade, por sua vez, vem sendo causado por uma série de fatores domésticos e externos. No front externo, o cenário revela-se menos favorável às economias emergentes, devido ao processo de normalização da política monetária nos Estados Unidos, ao recrudescimento da guerra comercial promovida pelo governo Trump e aos episódios envolvendo Turquia e Argentina, cujas moedas desvalorizaram fortemente, contribuindo para aumentar a percepção de risco no mercado internacional. No âmbito doméstico, as incertezas associadas ao período eleitoral, em um quadro fiscal ainda marcado por desajuste estrutural significativo, têm provocado o aumento dos prêmios de risco e o aperto das condições financeiras, afetando de forma negativa as decisões de investimento e consumo dos agentes econômicos.

A relativamente baixa taxa de crescimento esperada para este ano (1,6%) e a elevada volatilidade macroeconômica derivam das mesmas fragilidades estruturais da economia: estagnação da produtividade e desequilíbrio fiscal. No curto prazo, o efeito negativo da baixa produtividade sobre as taxas de crescimento tende a ser minimizado pela capacidade ociosa ainda existente na economia – dado o elevado hiato de produto observado (3,7%, de acordo com o Indicador Ipea), é possível projetar uma retomada mais forte da economia no próximo ano sem pressões inflacionárias significativas. O desequilíbrio fiscal, em contrapartida, ao colocar a dívida pública em trajetória de alta não sustentável, tem gerado incertezas que afetam as decisões de investimento e consumo de mais longo prazo e aumentam o risco financeiro percebido pelos investidores. Este é, de longe, o principal fator interno de risco para o cenário traçado nas previsões apresentadas nesta seção, que discute também a trajetória esperada para a dívida pública e o papel do teto dos gastos na estratégia de reversão de sua tendência de alta.

## 1 Análise das Tendências Recentes

Embora a sensação geral seja de uma economia estagnada – talvez pelo fato de o

**José Ronaldo de Castro S. Júnior**  
Diretor de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas do Ipea

[ronaldo.souza@ipea.gov.br](mailto:ronaldo.souza@ipea.gov.br)

**Paulo Mansur Levy**  
Técnico de Planejamento e Pesquisa da  
Diretoria de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

[paulo.levy@ipea.gov.br](mailto:paulo.levy@ipea.gov.br)

**Marco Antônio F. de H. Cavalcanti**  
Diretor adjunto da Dimac do Ipea

[marco.cavalcanti@ipea.gov.br](mailto:marco.cavalcanti@ipea.gov.br)

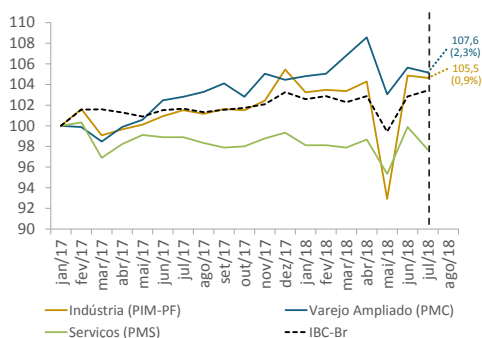
PIB ainda encontrar-se 6% abaixo do nível pré-recessão, ou de a taxa de desemprego ainda se manter muito elevada, em torno de 12,5% da força de trabalho, embora tenha recuado mais de um ponto percentual (p.p.) em relação ao seu pico observado no início de 2017 –, algum crescimento tem sido observado. A ideia de que a economia está “andando de lado” talvez reflita a frustração no tocante às expectativas que prevaleciam no final do ano passado e início de 2018: a queda das projeções de crescimento deste ano na pesquisa Focus entre o final de 2017 e meados de setembro é de 1,3 p.p., de 2,7% para 1,4%.

Em julho, a produção industrial caiu 0,2% ante junho, mas aumentou 4% na comparação com julho do ano passado. No ano, a alta acumulada até julho é de 2,5%. A composição desse crescimento mostra forte desempenho dos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis (9% e 14,6%, respectivamente, no acumulado no ano até julho), mas na margem ambos mostram arrefecimento: -6,2% e -0,4%, respectivamente, na comparação dessazonalizada de julho com junho. A perda de fôlego nesses segmentos tem se refletido no comportamento instável da demanda por investimento. Após o mês de junho mostrar recuperação dos efeitos da greve dos caminhoneiros, o Indicador Ipea da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) voltou a recuar em julho, com baixa de 1% na comparação dessazonalizada. A previsão da produção industrial de agosto, no entanto, com base nos indicadores coincidentes já disponíveis, aponta alta de 0,9% em relação a julho e de 3,5% em relação a agosto do ano passado, que resultaria num *carry-over* de 3,9% para o terceiro trimestre<sup>1</sup>.

GRÁFICO 1

**Indicadores selecionados de atividade econômica (jan./2017-ago./2018<sup>1</sup>)**

(Séries dessazonalizadas, base: jan./2017 = 100)

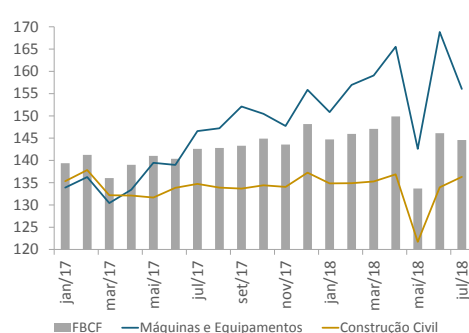


Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil (BCB) e Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Nota: 1 Os valores tocantes ao mês de agosto referem-se às previsões do Ipea.

GRÁFICO 2

**Indicador Ipea mensal de FBCF e componentes**

(Índices 1995 = 100, séries dessazonalizadas)



Fonte e elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O comércio também teve desempenho ruim em julho, com queda de 0,5% no volume de vendas no conceito restrito e de 0,4% no ampliado. A queda do varejo restrito é a terceira consecutiva, e, apesar de o comércio ampliado ter crescido em junho (2,5%), o varejo ainda não retornou ao nível anterior à greve do transporte rodoviário de carga. Na comparação contra igual mês do ano anterior, a variação de julho foi negativa (-1,0%) pela primeira vez em dezesseis meses, mas o comércio ampliado segue crescendo nessa comparação (3,0%), embora a uma taxa bem

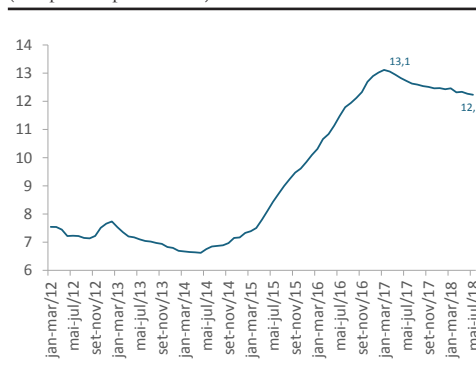
1 A seção Atividade Econômica desta Carta de Conjuntura detalha os indicadores coincidentes usados para se fazer essa previsão.

inferior à que prevaleceu, em média, no período janeiro-abril (7,3%). Com relação ao resultado de agosto, o Ipea estima variação positiva do varejo ampliado, que teria crescido 2,3% sobre julho (na série ajustada sazonalmente) e 5% sobre agosto de 2017, e deixaria um *carry-over* de 1,6% para o terceiro trimestre.

No setor de serviços, julho também teve variação negativa, de 2,2% ante junho e de -0,3% ante julho do ano passado. Ao contrário da indústria e do comércio, os serviços não têm mostrado recuperação – a tendência pós-recessão pode ser descrita como de estabilidade. O gráfico 1 mostra a trajetória recente dos índices de produção industrial e de volume de vendas do varejo restrito e de serviços, todos ajustados para sazonalidade. Como se pode ver, julho registrou queda em todos os indicadores, mas talvez mais significativo seja o fato de que a intensidade da recuperação parece ter diminuído desde o início do ano. Não obstante as quedas dos indicadores setoriais de atividade na margem, o IBC-Br mostrou crescimento de 0,57% em julho e de 2,56% ante julho do ano passado. O Monitor do PIB de julho, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), também apresenta crescimento (de 0,4%) em julho, sinalizando que, apesar das quedas dos indicadores mensais por segmento (de indústria, comércio e serviços), os indicadores mais amplos – que levam em conta conjuntos maiores de informações – sugerem que o trimestre já começou com algum crescimento, mesmo que baixo.

O mercado de trabalho tem refletido a atividade econômica relativamente morna, com uma taxa de desemprego em lenta desaceleração, e ainda em patamar muito elevado quando comparado ao que prevalecia antes do início da recessão – cerca de 7 p.p. de acordo com o gráfico 3. Em termos interanuais, no trimestre maio-julho, a desocupação encontrava-se 0,5 p.p. abaixo do nível de um ano antes, ritmo não muito diferente da média do primeiro semestre como um todo (-0,6 p.p.). O declínio da taxa de desemprego decorre do aumento da ocupação (1,1%) e da queda da taxa de participação (de 61,7% para 61,5%) no período. Em relação à ocupação, nota-se que, embora os dados da PNADC indiquem que grande parte deste aumento vem do setor informal, com a contratação de trabalhadores sem carteira, os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) apontam um cenário mais benigno. De fato, de acordo com o Ministério do Trabalho, no acumulado do ano, até agosto, a economia brasileira gerou aproximadamente 568,5 mil novas vagas formais, o que vem a ser quase o triplo do registrado neste mesmo período de 2017 (197,2 mil). Pelo lado da renda, observa-se que já a variação interanual dos rendimentos reais médios, no segundo trimestre de 2018, foi de 0,8%, evidenciando uma clara desaceleração em

GRÁFICO 3  
Taxa de desocupação dessazonalizada  
(Em pontos percentuais)



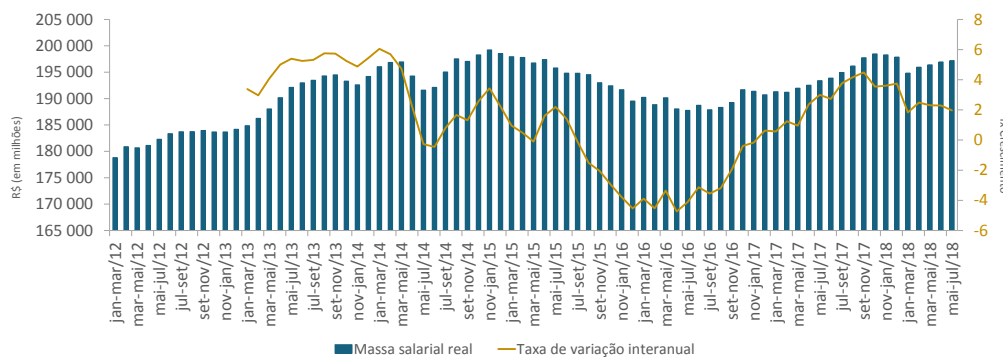
Fonte: IBGE/ PnadC.  
Elaboração: Dimac/Ipea.

relação à variação média de 2,4% no ano de 2017. A conjunção de alta na ocupação e elevação de rendimentos vem garantindo a continuidade da expansão da massa salarial, ainda que em menor ritmo (gráfico 4).

GRÁFICO 4

**Massa salarial habitualmente recebida**

(Valor, em R\$ milhões, e taxa de variação interanual, em %)



Fonte: Pnad/IBGE.  
Elaboração: Dimac/Ipea.

Alguns indicadores, no entanto, relativizam essa recuperação, mesmo que moderada, do mercado de trabalho. É o caso do aumento, entre os períodos de maio a julho de 2017 e de 2018, da subocupação, de 6,6% para 7,2%; e dos desalentados, de 2,4% para 2,8%, respectivamente<sup>2</sup>. Além disso, também vem aumentando o tempo médio de permanência no desemprego, conforme mostra a [seção Mercado de Trabalho](#).

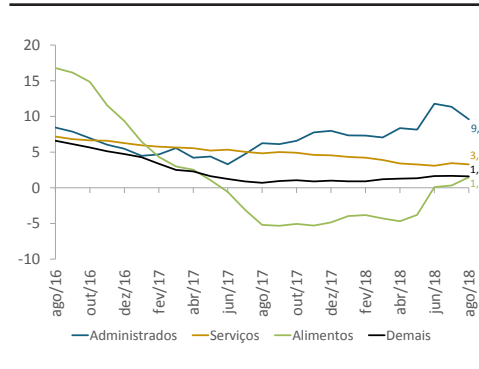
Taxa de subocupação é a razão entre pessoas que gostariam de trabalhar mais horas, mas não encontram oportunidade de fazê-lo, e o pessoal ocupado total; e taxa de desalentados é a razão entre pessoas nessa condição e o total da população em idade ativa

Diante do quadro de atividade econômica em ritmo lento de crescimento, a inflação segue contida, apesar dos choques que vêm impactando a economia, em especial, os preços administrados, a greve do transporte rodoviário de cargas e o câmbio. De fato, os preços monitorados têm se constituído na principal fonte de pressão sobre os índices de preços ao consumidor (gráfico 5). De acordo com o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), no acumulado em doze meses, até agosto, este grupo aponta variação de aproximadamente 10%, patamar este registrado pela última vez há dois anos. Na desagregação des-

GRÁFICO 5

**Inflação: IPCA por categorias**

(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: IBGE - SNPC.  
Elaboração: Dimac/Ipea.

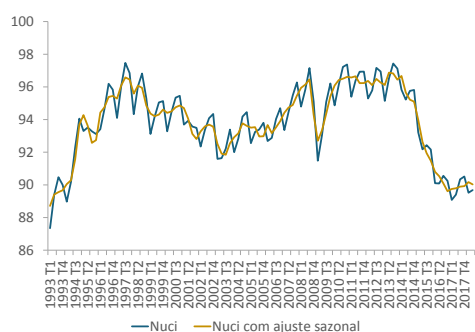
<sup>2</sup> Taxa de subocupação é a razão entre pessoas que gostariam de trabalhar mais horas, mas não encontram oportunidade de fazê-lo, e o pessoal ocupado total; e taxa de desalentados é a razão entre pessoas nessa condição e o total da população em idade ativa.

te segmento, as maiores pressões nos últimos doze meses advêm dos reajustes de preços da gasolina (18%) e do gás de botijão (16%), refletindo a forte alta do petróleo no mercado internacional e a desvalorização da taxa de câmbio, além do aumento das tarifas de energia elétrica residencial (17%). Adicionalmente, os planos de saúde, que também integram esse grupo de itens do IPCA, registraram, em doze meses, variação de 12,4% em agosto, apenas um pouco menor que a observada no final de 2017 (13,5%).

Já os efeitos da greve dos caminhoneiros sobre a inflação foram temporários. O forte aumento dos preços de alimentação no domicílio em junho (3,1%) foi parcialmente revertido em julho (-0,59%) e em agosto (-0,72%). Embora ainda apresente uma variação em doze meses, até agosto, de 1,5%, a tendência para os próximos meses é de elevação nos preços dos alimentos, seja por conta de fatores sazonais, seja pelo impacto da desvalorização cambial.

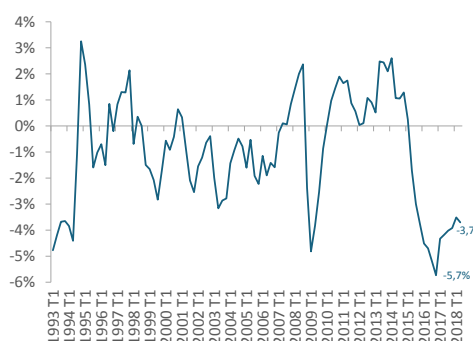
No caso do câmbio, com desvalorização da ordem de 32% na média de setembro ante setembro de 2017, verifica-se que o impacto sobre a inflação tem se manifestado principalmente nos índices de preços ao produtor. No acumulado em doze meses, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) vem acelerando fortemente, repercutindo um aumento tanto dos produtos industriais quanto dos produtos agropecuários, cujas variações avançaram de 1,2% e -12,3%, em dezembro de 2017, para 11,6% e 13%, em agosto último, respectivamente. Em que medida essa aceleração se transferirá para os preços ao consumidor dependerá do patamar no qual se estabilizará a taxa de câmbio, tendo em vista que esta vem sendo muito pressionada pelas incertezas do período eleitoral, mas que poderá recuar após o encerramento deste processo, em que as perspectivas futuras da economia ficarão mais claras. O elevado grau de ociosidade da economia tem contribuído para manter essa distância entre a inflação ao produtor e a inflação ao consumidor. Devido ao baixo nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) – gráfico 6 – e ao ainda elevado nível de desemprego – gráfico 3 –, o Indicador Ipea de Hiato do Produto estima uma distância de 3,7% do PIB em relação ao seu nível potencial – gráfico 7.

GRÁFICO 6  
Indicador Ipea de NUCI – média da economia (1993-2018-T2)  
(Em %)



Fonte e elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

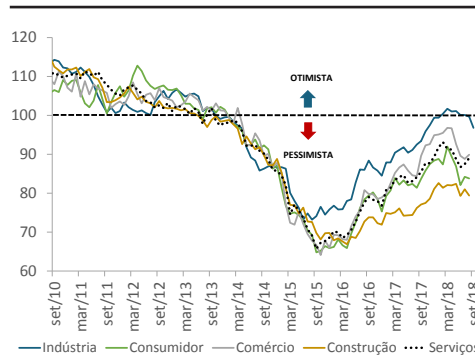
GRÁFICO 7  
Indicador Ipea de Hiato do Produto (1993-2018-T2)  
(Em %)



Fonte e elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Dois aspectos têm contribuído para a perda de fôlego da recuperação: a queda da confiança e o aperto das condições monetárias. Os indicadores de confiança empresarial e de consumidores mostraram forte inflexão em meados do primeiro semestre em relação à trajetória de aumento que seguiam desde o terceiro trimestre de 2015. A comparação dos níveis desses indicadores na média dos três meses encerrados em agosto com o primeiro trimestre do ano mostra reduções de 6,7% na confiança do consumidor, 6,6% no comércio, 4,7% nos serviços, 2,6% na construção e 0,5% na indústria (gráfico 8). Na indústria, a prévia de setembro revela queda bastante acentuada, para um valor próximo à média de outubro e novembro do ano passado e quase 3% menor que o índice de agosto. No caso da construção, a queda relativamente menor que nos demais indicadores reflete o fato de que seu nível no pico recente, em maio, ainda estava em 82,4 pontos – o menor entre todos os indicadores e distante do limiar de neutralidade, de 100 pontos.

GRÁFICO 8  
Indicadores de confiança (set./2010-set./2018)  
(Séries dessazonalizadas)

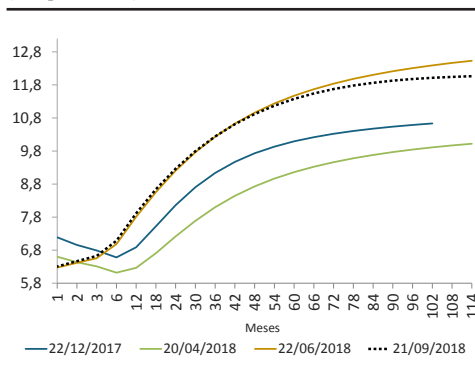


Fonte: FGV.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O aperto das condições financeiras resulta das incertezas domésticas e da relativa piora do ambiente externo. Domesticamente, observa-se uma forte abertura das taxas de juros tanto no curto prazo quanto em prazos mais longos. No primeiro caso, a taxa de juros real *ex-ante* (*swap* DI x Pré de um ano descontado o IPCA da Focus) pelo mercado subiu de pouco mais de 2% para 4,4% em agosto, antes de recuar para 3,8% em setembro. A estrutura a termo da taxa de juros deslocou-se para cima, refletindo as incertezas quanto ao rumo da política econômica em um novo governo, além do processo de normalização da política monetária nos Estados Unidos, em que o aquecimento da economia tem elevado as expectativas quanto à taxa de juros futura.

O gráfico 9 mostra a estrutura a termo da taxa de juros no Brasil em quatro momentos: no final de 2017, e em abril, junho e setembro deste ano. Observa-se um primeiro movimento paralelo para baixo entre o final de 2017 e abril deste ano, refletindo expectativas ainda favoráveis (e compatíveis com os indicadores de confiança anteriormente discutidos). Em junho, o movimento se dá em sentido contrário e com intensidade bem maior, causando elevação em torno de 2 p.p. ao ano nos vértices superiores a doze meses se comparada a abril.

GRÁFICO 9  
Estrutura a termo da taxa de juros (ETT) - juros nominais prefixados  
(Em percentual)

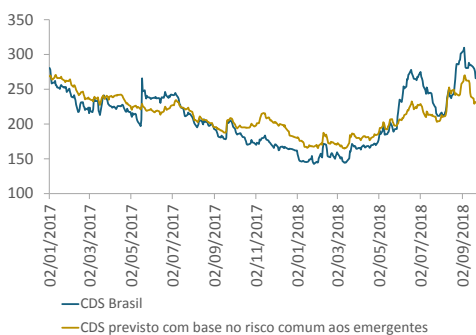


Fonte: Anbima.  
Elaboração: Dimac/Ipea.

Além disso, a curva fica mais inclinada. Em setembro, parte da elevação dos juros mais longos reverte em relação a junho e a curva fica um pouco menos inclinada.

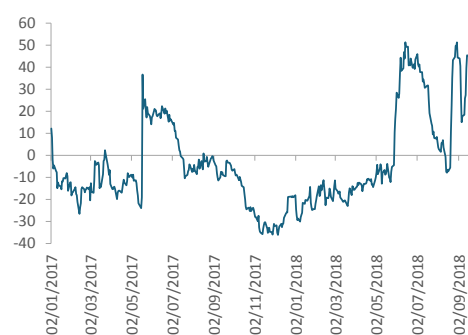
O aperto das condições financeiras é também um reflexo da elevação dos juros nos Estados Unidos e da sinalização do Banco Central Europeu (BCE), que interromperá seu programa de aquisição de títulos no final do ano, indicando, assim, uma redução da oferta de liquidez global que, não obstante, ainda continua farta. De qualquer modo, o recrudescimento da guerra comercial por parte dos Estados Unidos atinge um mundo ainda carente de fontes de dinamismo e coloca em risco o crescimento global. Os emergentes vêm sendo afetados por esse quadro, especialmente aqueles que apresentam elevado *deficit* externo, como é o caso de Turquia e Argentina, onde o *deficit* em conta-corrente no balanço de pagamentos situa-se entre 4% e 5% do PIB. O Brasil também tem sido afetado pelo aumento da aversão ao risco por parte dos investidores internacionais, e o *credit default swap* (CDS) brasileiro chegou a dobrar de valor, passando de 150 para 300 pontos entre abril e agosto. Estimativas do Ipea indicam que aproximadamente 40% do aumento do risco-país entre o início de abril e o início de setembro, de quase 150 pontos-base, conforme o CDS, deveu-se a fatores idiossincráticos. Nas últimas semanas houve um certo recuo. O gráfico a seguir mostra o comportamento do CDS brasileiro e do componente idiossincrático desse indicador, desenhado para captar movimentos específicos à economia brasileira.

GRÁFICO 10  
CDS Brasil: observado versus previsto com base no fator comum aos emergentes (Em pontos-base)



Fonte: Bloomberg e Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 11  
Indicador Ipea de risco Brasil (risco idiossincrático) – jan. 2017 a set. 2018 (Em %)



Fonte: Bloomberg e Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 2 Cenário Fiscal e suas Incertezas

A armadilha fiscal em que o Brasil se encontra está na origem das incertezas e dos fatores que têm freado a recuperação. A rigidez do orçamento tem colocado em destaque a necessidade de se fazerem escolhas para reverter a recente piora das contas públicas, que passaram de um superávit primário de 2,9% do PIB em 2011 para um déficit de 2,5% do PIB em 2016 no setor público consolidado, e que fizeram a dívida bruta do governo geral aumentar de 51,7% do PIB em 2013 para 77% do PIB em julho último.

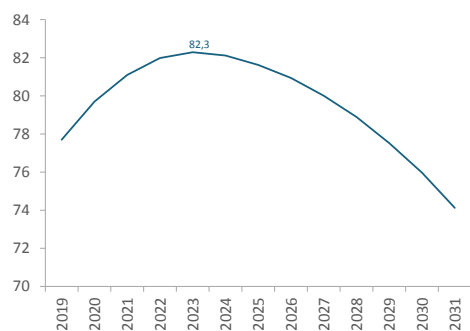
Especificamente, a partir da aprovação da Lei do Teto de Gastos (Emenda Constitucional nº 95/2016 – EC95), evidenciou-se a assimetria entre um conjunto de despesas cujo aumento ocorre por forças relativamente “exógenas” – decorrentes da demografia (caso da previdência social), da regra de correção do salário mínimo (idem, mais benefícios assistenciais), de regras que promovem o crescimento vegetativo das despesas de pessoal, ou da ação de grupos de pressão visando obter ganhos sob a forma de aumentos salariais, no caso do setor público, ou subsídios e renúncias tributárias, no caso do setor privado – e outro conjunto de despesas, que não dispõem de mecanismos semelhantes para assegurar seu aumento, embora a EC95 garanta um patamar mínimo, em termos reais, para os gastos com educação e saúde. Em 2017, os gastos ficaram abaixo do teto por conta de um controle rigoroso das despesas ao longo do ano e de sua queda em itens como subsídios e subvenções. Este ano, a despesa deve encostar no teto, e possivelmente o teria ultrapassado não tivesse sido a aprovação do subsídio ao consumo de óleo diesel feita como crédito extraordinário, não sujeito àquele limite. Para os próximos anos, a dificuldade para o cumprimento do teto de gastos tende a crescer na ausência de reformas que reduzam a velocidade de crescimento destes, pois o espaço para cortes de gastos não obrigatórios está se estreitando cada vez mais.

A EC95, é importante lembrar, contém mecanismos de ajuste (gatilhos, envolvendo a proibição de concessão de reajustes salariais, contratação de novos funcionários, proibição de reajustes reais para o salário mínimo, entre outros) que, embora insuficientes para garantir a trajetória prevista de redução dos *deficits*, são um importante fator para impedir o crescimento excessivo da dívida. Com efeito, a pressão dos gastos é tal que hoje coloca a dívida pública numa trajetória explosiva. A existência do teto dos gastos tem contribuído para ancorar as expectativas relativas às contas públicas, mesmo que se soubesse desde o início que seu cumprimento somente seria viável caso fossem feitas reformas que reduzissem o ritmo daquelas despesas cuja dinâmica é determinada exogenamente – em especial a da previdência social. Nesse sentido, o abandono do teto tenderia a gerar perda de credibilidade da política econômica e afetar a trajetória da taxa de juros, cujo nível atual, historicamente baixo, pode ser em parte a ela atribuído. A estratégia baseada no teto incorpora um ajuste gradual das contas públicas, de tal modo que apenas em 2023 se passaria de uma posição de *deficit* para *superavit*, sendo que a dívida ainda crescerá por mais um ano antes de começar a declinar, após atingir um patamar superior a 80% do PIB. Uma estratégia gradual pode atenuar os custos econômicos e sociais do ajuste, na medida em que evita um corte abrupto das despesas ou forte aumento de impostos – como, aliás, aconteceu em vários países da Europa na esteira da crise internacional de 2008 –, mas envolve riscos mais elevados, pois depende da manutenção da credibilidade da política por um longo período de tempo. A Argentina, por exemplo, desenhou uma estratégia gradual de ajuste a partir de 2016 que teve sua credibilidade abalada diante do avanço relativamente lento na redução de seu *deficit* primário e também de sua vulnerabilidade externa.



GRÁFICO 12

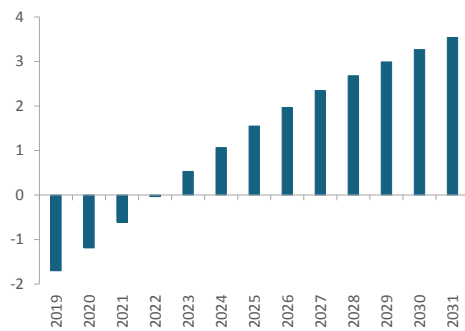
Projeções de dívida bruta do Governo Geral – condicionadas ao cumprimento do teto dos gastos (Em % do PIB)



Fonte e elaboração: Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13

Projeções de resultado primário do Governo Geral - Condicionadas ao cumprimento do teto de gastos (Em % do PIB)



Fonte e elaboração: Dimac/Ipea.



Este cenário coloca nas mãos do próximo governo um grande desafio, cuja solução terá um peso decisivo sobre a trajetória de recuperação da economia brasileira nos próximos anos.

### 3 Projeções Macroeconômicas 2018/2019

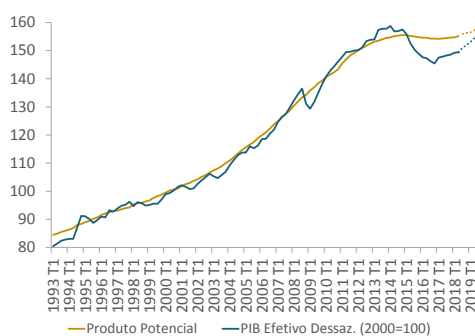
A retomada da atividade econômica ao longo de 2018, que já se revelava mais lenta do que originalmente esperado, foi agravada no segundo trimestre pela greve dos caminhoneiros, que representou um choque de oferta negativo sobre a economia brasileira e causou significativa perda de produto e aumento de preços. Contudo, os indicadores já disponíveis para o terceiro trimestre sugerem que a paralisação teve efeitos apenas transitórios sobre a economia, que parece já estar retornando à trajetória anterior de retomada. No que diz respeito à evolução dos preços, projeta-se uma taxa de inflação sob controle no restante do ano, conforme box a seguir. Quanto ao nível de atividade, projeta-se crescimento relativamente elevado do PIB no terceiro trimestre, tanto em termos dessazonalizados (1,1%) como em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (1,8%). Este aumento na margem reflete, em grande medida, a recuperação da queda causada pela greve dos caminhoneiros. Pela ótica da oferta, todas as atividades apresentam crescimento. Em termos dessazonalizados, a indústria cresce 2,1%, os serviços avançam 0,9% e a agropecuária aumenta 1,1%. Na comparação interanual, as taxas de crescimento projetadas são de 2,4% para a indústria, 1,5% para os serviços e 2,5% para a agropecuária.

Pela ótica da despesa, o crescimento esperado também é positivo para todos os componentes do PIB, com exceção do consumo público. O consumo das famílias deve crescer 1,2% em relação ao mesmo período do ano anterior e 0,8% em termos dessazonalizados; o investimento agregado deve apresentar crescimento interanual de 2,9% e dessazonalizado de 2,1%; as exportações devem crescer 8,2% em termos interanuais e 13,5% na margem, com ajuste sazonal; e as importações devem aumentar 11% em relação ao terceiro trimestre de 2017 e 10,4% se comparadas ao segundo trimestre de 2018, livre das flutuações sazonais.

O ritmo de crescimento só não é mais intenso por conta das incertezas que ainda pairam no país em relação ao equacionamento do desequilíbrio estrutural das contas públicas e à adoção de medidas adicionais necessárias ao destravamento do investimento em capital produtivo e de infraestrutura e ao aumento da produtividade geral da economia. Finalizado o processo eleitoral em curso, projeta-se para os trimestres seguintes a dissipação gradual dessas incertezas – sob a hipótese de que o governo eleito se comprometerá com um conjunto de medidas adequado à superação da crise –, o que deve levar à renovação do processo de recuperação cíclica, com o PIB atingindo crescimento de 1,6% em 2018 e 2,9% em 2019. Cabe notar que, tanto pelo lado da oferta como da demanda, todos os componentes do PIB devem apresentar taxas de crescimento em elevação entre 2018 e 2019.

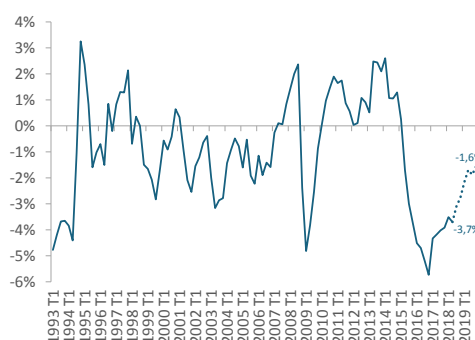
Os gráficos 13 e 14 indicam que, mesmo com uma retomada mais forte da economia no próximo ano, não haveria pressões inflacionárias significativas por excesso de demanda. Entretanto, com a recuperação prevista para a atividade econômica, o hiato do produto deverá se reduzir significativamente até o fim de 2019, o que reduziria o espaço para a manutenção da taxa de juros abaixo da neutra. Além disso, a forte desvalorização cambial observada recentemente deve provocar alguma pressão inflacionária no final deste ano e ao longo do próximo. Esses fatores devem levar a uma reação da política monetária: projeta-se elevação gradual da meta da taxa Selic ao longo de 2019, até atingir, ao final do ano, o patamar de 8% ao ano (a.a.). Este ciclo de aperto monetário deverá contribuir para conter as expectativas inflacionárias, propiciando a manutenção da taxa de inflação acumulada em 2019 próxima da meta do ano (4,2% a.a.) e a convergência gradual da inflação na direção das metas para 2020 (4%) e 2021 (3,75%).

**GRÁFICO 14**  
**Produto Potencial versus PIB Efetivo (1993 – 2018T2)**  
**e previsão até 2019**  
 (Índice (PIB 2000=100))



Fonte e elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 15**  
**Hiato do produto (1993 – 2018T2) e previsão até 2019**  
 (Em %)



Fonte e elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Evidentemente, tais projeções estão condicionadas a um cenário no qual: i) as medidas necessárias de ajuste fiscal estrutural serão anunciadas e encaminhadas, de forma relativamente rápida, pelo novo governo a ser empossado em 2019; e ii) o ambiente externo continuará provendo liquidez suficiente durante o período de transição, enquanto tais medidas de ajuste não forem adotadas.

TABELA 1

**Projeções: taxa de crescimento do PIB e de seus componentes**

(Em %)

	Observado				Previsto			
	2016	2017	2018-T1	2018-T2	2018-T3		2018	2019
			Tri ano ant.	Tri ano ant.	Tri ano ant.	No tri, dessaz.(*)		
<b>PIB</b>	-3,5	1,0	1,2	1,0	1,8	1,1	1,6	2,9
Indústria	-4,0	0,0	1,6	1,2	2,4	2,1	1,8	2,8
Serviços	-2,6	0,3	1,5	1,2	1,5	0,9	1,6	2,9
Agropecuária	-4,3	13,0	-2,6	-0,4	2,5	1,1	-0,5	3,6
Consumo - Famílias	-4,3	1,0	2,8	1,7	1,2	0,8	2,0	3,0
Consumo - Governo	-0,1	-0,6	-0,8	0,1	-0,1	-0,4	-0,2	0,5
FBCF	-10,3	-1,8	3,5	3,7	2,9	2,1	3,3	4,6
Exportações	1,9	5,2	6,0	-2,9	8,2	13,5	4,2	6,0
Importações	-10,2	5,0	7,7	6,8	11,0	10,4	8,5	6,8

Nota: \* Primeira divulgação das séries dessazonalizadas.

Fonte: elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/ Ipea.

TABELA 2

**Projeções: variáveis macroeconômicas selecionadas**

(Em %)

	Observado		Previsto	
	2016	2017	2018	2019
<b>Inflação - IPCA (% no período)</b>	6,29	2,95	4,20	4,20
<b>Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)</b>	13,75	7,00	6,50	8,00
<b>Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)</b>	3,26	3,29	4,00	3,80

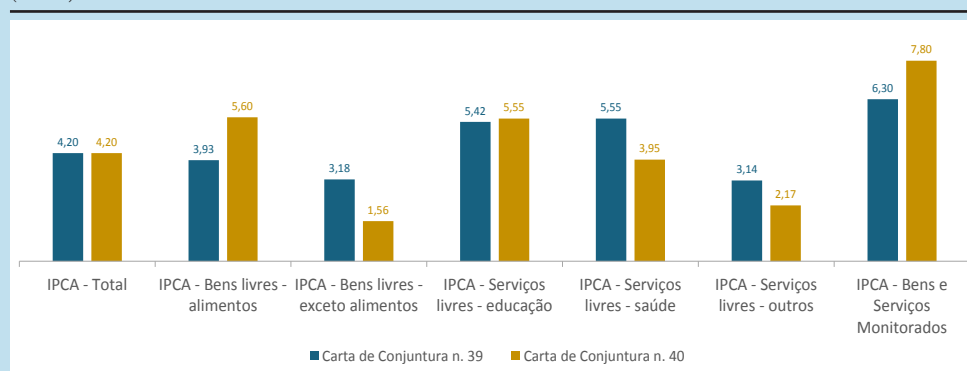
Fonte: elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/ Ipea.

### Box: Projeções de inflação para 2018

(Elaborado por Maria Andreia P. Lameiras, Renata S. M. Franco, Victor H. F. Mamede, Janine P. Carvalho, Matheus S. Peçanha)

Nossa projeção para a taxa de inflação acumulada (IPCA) em 2018 permanece inalterada em se comparada à última Carta de Conjuntura (4,2%). Houve, porém, mudanças nas taxas previstas para os grupos que compõem o IPCA (gráfico 16). No caso dos bens livres – exceto alimentos –, a redução da projeção deve-se à melhora no comportamento deste grupo ao longo do ano, influenciada, sobretudo, pela queda acentuada, e fora do padrão, observada em julho. De janeiro a agosto, este segmento aponta alta de apenas 0,52%, indicando que o baixo nível da atividade econômica pode estar impedindo, pelo menos em parte, o repasse do aumento cambial para esses preços.

**GRÁFICO 16**  
**Comparação projeções para inflação 2018**  
 (Em %)



Elaboração: Dimac/Ipea.

Em relação aos serviços, nota-se que tanto as projeções para o subconjunto serviços livres – outros quanto para os serviços livres – saúde foram revistas para baixo, tendo em vista que estes grupos vêm mostrando melhora nas suas trajetórias, sobretudo pela queda atípica que apresentaram em agosto último. No acumulado do ano até agosto, estes segmentos registram variações de 0,96% e 2,95%, respectivamente, refletindo o fraco desempenho econômico, principalmente do setor de serviços (com PIB abaixo do esperado), o que explica a queda da projeção. Para os serviços livres – educação, as projeções praticamente não se alteraram.

Por fim, as projeções para os preços monitorados e para a alimentação no domicílio foram revisadas para cima. No caso dos monitorados, em linha com as previsões obtidas pelo Boletim Focus, que também apresentam tendência de alta nas últimas semanas, a incorporação da alta de 2,25% no preço da gasolina autorizado, em setembro, explica este incremento de inflação projetada. No caso dos alimentos, conforme já fora identificado, a greve dos caminhoneiros e a alta da taxa de câmbio são os principais responsáveis por este aumento na projeção para 2018 (tabela 3).

**TABELA 3**  
**Detalhamento da projeção para a inflação (IPCA) de 2018**  
 (Em %)

	Peso	Previsão da taxa de variação acumulada em 2018	Contribuição para o IPCA
IPCA - Total		4,20	
IPCA - Bens livres - alimentos	15,75	5,60	0,88
IPCA - Bens livres - exceto alimentos	23,97	1,56	0,37
IPCA - Serviços livres - educação	3,98	5,55	0,22
IPCA - Serviços livres - saúde	1,69	3,95	0,07
IPCA - Serviços livres - outros	28,42	2,17	0,62
IPCA - Bens e Serviços Monitorados	26,19	7,80	2,04

Fonte: IBGE e Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntadara da Dimac/ Ipea.

## **Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)**

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor  
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti – Diretor Adjunto



### **Grupo de Conjuntura**

#### **Equipe Técnica:**

Christian Vonbun  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos  
Leonardo Mello de Carvalho  
Marcelo Nonnenberg  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa  
Paulo Mansur Levy  
Vinicius dos Santos Cerqueira  
Sandro Sacchet de Carvalho

#### **Equipe de Assistentes:**

Ana Cecília Kreter  
Augusto Lopes dos Santos Borges  
Felipe dos Santos Martins  
Felipe Simplicio Ferreira  
Leonardo Simão Lago Alvite  
Renata Santos de Mello Franco  
Victor Henrique Farias Mamede

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.