

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

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

### 1.1 Atividade econômica

O desempenho dos indicadores agregados de atividade econômica em fevereiro permaneceu fraco, insuficiente para recuperar as perdas registradas em janeiro. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) subiu apenas 0,1% em relação a janeiro de 2018, na série com ajuste sazonal (ante -0,6% no mês anterior). Na mesma comparação, o Monitor do PIB, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), indicador que reproduz mensalmente o PIB brasileiro seguindo a metodologia das Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), ainda que em menor magnitude, voltou a recuar (-0,3% ante -0,4%).

Embora permaneça no campo positivo, a tendência de crescimento da economia, quando analisada por métricas que suavizam as oscilações dos dados de periodicidade mensal, passou a evoluir em um ritmo mais contido. No trimestre encerrado em fevereiro de 2018, ante o finalizado em novembro de 2017, o IBC-Br aumentou 1,0% (ante 1,2% em janeiro), enquanto o Monitor do PIB-FGV apontou alta de 0,6% (ante 0,8%). Nos últimos doze meses encerrados em fevereiro de 2018, ambos os indicadores acumulam alta de 1,3%. A Tabela 1 exhibe as variações do IBC-Br e do Monitor do PIB nas comparações mensais, trimestrais e no acumulado em doze meses.

**TABELA 1. INDICADORES AGREGADOS DA ATIVIDADE ECONÔMICA**

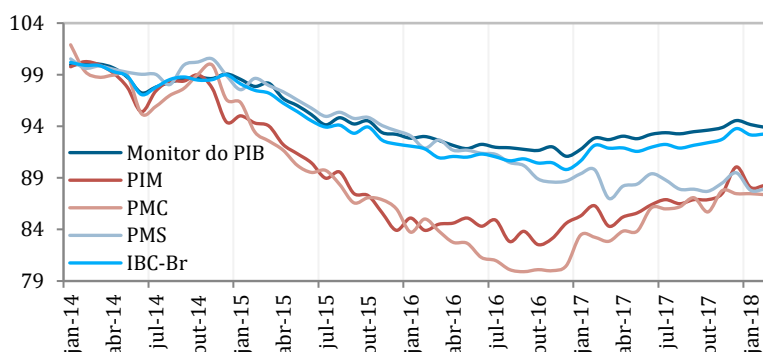
Indicadores	Mês/ mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18
IBC-Br	1,1%	-0,6%	0,1%	1,0%	1,2%	1,0%	1,0%	1,2%	1,3%
Monitor do PIB	0,7%	-0,4%	-0,3%	0,7%	0,8%	0,6%	1,0%	1,2%	1,3%

Fonte: Banco Central e FGV. Elaboração: IFI.

O Gráfico 1 apresenta a evolução, desde 2014, dos indicadores agregados e também das principais pesquisas conjunturais – do comércio (PMC), dos serviços (PMS) e da indústria (PIM) - que permitem analisar a dinâmica recente da atividade a partir de uma perspectiva setorial.

Em fevereiro, o volume de vendas no comércio varejista ampliado, segundo dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, ficou praticamente estável na comparação com janeiro de 2017 (queda de 0,1%). No trimestre encerrado em fevereiro de 2018, ante o finalizado em novembro de 2017, o indicador registrou variação de 0,7%, com destaque, em termos de contribuição, para os avanços registrados em “Hipermercados e supermercados” (1,9%) e “Veículos motocicletas, partes e peças” (4,0%). Nos últimos doze meses encerrados em fevereiro de 2018, o volume de vendas no comércio varejista acumula alta de 5,3%, com crescimento disseminado em sete das dez atividades investigadas (Tabela 2).

**Gráfico 1. Indicadores de atividade econômica (séries dessazonalizadas - 1ºT 2014 = 100)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

**TABELA 2. COMÉRCIO VAREJISTA: TAXAS DE CRESCIMENTO**

Indicadores	Mês/ mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18
<b>Vendas no varejo ampliado</b>	<b>-0,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,3%</b>
Combustíveis e lubrificantes	-1,2%	-0,3%	-1,4%	-1,4%	-1,8%	-2,5%	-3,3%	-3,1%	-3,0%
Hipermercados e supermercados	-0,2%	2,3%	-0,6%	1,4%	2,1%	1,9%	1,5%	1,7%	2,0%
Tecidos, vestuário e calçados	0,5%	0,8%	-1,7%	-2,9%	-0,8%	-0,4%	7,6%	7,7%	7,0%
Móveis e eletrodomésticos	-2,9%	-3,0%	1,5%	-1,1%	-1,1%	-2,7%	9,5%	9,6%	10,4%
Artigos farmacêuticos	1,4%	-2,5%	0,8%	2,5%	2,0%	0,6%	2,5%	3,1%	3,8%
Livros, jornais, revistas e papelaria	-3,8%	0,7%	1,6%	-1,8%	-0,9%	-1,3%	-4,1%	-3,7%	-3,5%
Equipamentos e materiais para escritório	-5,6%	9,1%	2,7%	-5,4%	-3,8%	-1,4%	-3,1%	-2,3%	-0,7%
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-9,7%	7,3%	-0,8%	0,4%	1,9%	-1,9%	2,1%	3,2%	4,3%
Veículos, motocicletas, partes e peças	0,9%	4,4%	2,5%	0,0%	0,9%	4,0%	2,7%	4,5%	7,1%
Material de construção	1,7%	-3,4%	0,3%	1,8%	0,8%	-0,3%	9,1%	9,4%	10,0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O volume de serviços, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS-IBGE), registrou variação positiva de 0,1% em relação a janeiro. O indicador cresceu 0,4% no trimestre encerrado em fevereiro de 2018, ante o finalizado em novembro de 2017, com destaque para o avanço registrado em “Outros Serviços” (2,5%). Nos últimos doze meses encerrados em fevereiro de 2018, o índice do volume de serviços ainda acumula contração de 2,3%, com queda disseminada em quatro das cinco atividades investigadas.

**TABELA 3. SERVIÇOS: TAXAS DE CRESCIMENTO**

Indicadores	Mês/ mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18
<b>Receita real de serviços</b>	<b>1,1%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-2,3%</b>
Serviços prestados às famílias	-2,9%	-0,2%	-0,8%	-1,2%	-1,6%	-3,6%	-0,5%	-1,7%	-0,8%
Serviços de informação e comunicação	-0,1%	-1,0%	-0,6%	0,4%	0,7%	0,3%	-2,3%	-2,9%	-2,8%
Serviços profissionais, administrativos e complementares	1,1%	-2,3%	1,7%	-1,0%	-0,6%	0,0%	-7,9%	-7,8%	-6,3%
Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio	0,7%	-1,2%	-0,3%	0,8%	1,1%	0,4%	1,8%	1,9%	3,2%
Outros serviços	1,7%	2,2%	-0,7%	1,0%	1,4%	2,5%	-8,9%	-8,7%	-7,7%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A produção industrial, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, também ficou praticamente estável na comparação com janeiro (alta de apenas 0,2%). Ainda assim, a produção da indústria geral cresceu 2,0% no trimestre encerrado em fevereiro de 2018, ante o finalizado em novembro de 2017. Nos últimos doze meses encerrados em fevereiro de 2018, o indicador acumula expansão de 2,9%, com destaque para as categorias de “Bens de capital” (7,2%) e “Bens de consumo duráveis” (14,2%), como se observa na Tabela 4.

**TABELA 4. INDÚSTRIA: TAXAS DE CRESCIMENTO**

Indicadores	Mês/ mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18
<b>Produção industrial</b>	<b>2,9%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>
Indústria extrativa	-2,1%	3,4%	-5,2%	-0,5%	-0,1%	-1,7%	4,6%	3,5%	2,6%
Indústria de transformação	3,2%	-2,5%	-0,1%	1,9%	2,1%	2,0%	2,2%	2,7%	3,0%
<i>Bens de Capital</i>	0,0%	-0,5%	0,1%	-0,5%	-0,1%	-1,7%	6,1%	6,9%	7,2%
<i>Bens intermediários</i>	2,0%	-2,2%	-0,7%	1,4%	1,2%	0,5%	1,6%	1,9%	2,1%
<i>Bens de consumo duráveis</i>	8,0%	-5,8%	1,7%	1,5%	1,9%	1,0%	13,3%	14,5%	14,2%
<i>Bens de consumo não duráveis</i>	3,1%	0,5%	-0,6%	6,5%	5,9%	5,7%	0,9%	0,9%	1,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

As primeiras informações disponíveis sobre o desempenho da economia no segundo trimestre estão sintetizadas na Tabela 5. Os sinais emitidos são mistos: entre março e abril houve ampliação do nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria, aumento do índice de incerteza<sup>1</sup> da economia (IIE) e redução da confiança dos agentes econômicos.

**TABELA 5. ÍNDICES DE CONFIANÇA, UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA E ÍNDICE DE INCERTEZA DA ECONOMIA**

Indicadores	Nível			Variação mensal			Variação trimestral		
	fev/18	mar/18	abr/18	fev/18	mar/18	abr/18	fev/18	mar/18	abr/18
Índice de confiança do consumidor (pontos)	87,4	92,0	89,4	-1,4	4,6	-2,6	2,5	2,2	1,4
Índice de confiança empresarial (pontos)	94,6	94,8	93,4	-0,1	0,2	-1,4	4,2	2,8	0,9
Nível de utilização da capacidade instalada no setor industrial (percentual)	75,6	76,1	76,5	0,9	0,5	0,4	0,7	0,9	1,4
Índice de incerteza da economia (pontos)	102,5	107,7	113,2	-7,1	5,2	5,5	-2,0	-0,1	-0,2

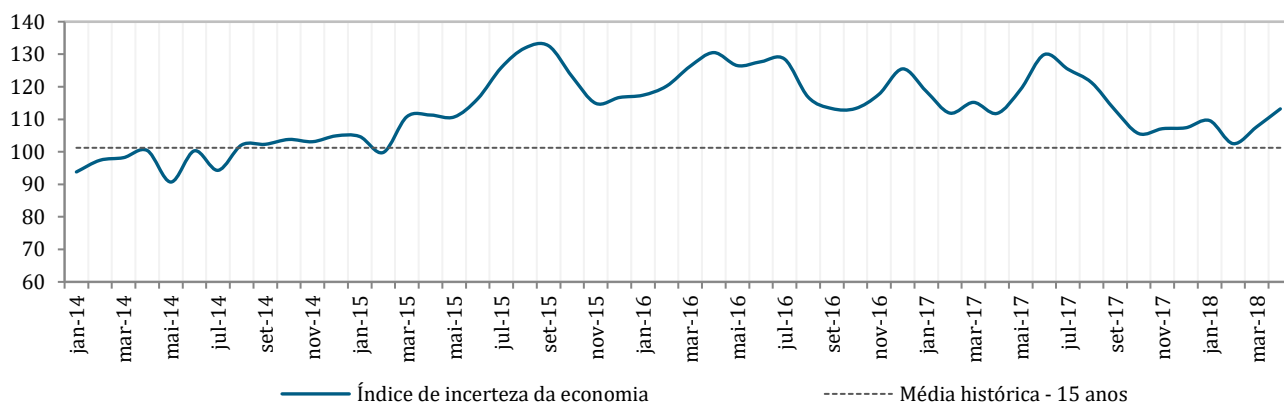
Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Cabe destacar que o IIE atingiu 113,2 pontos em abril e se afastou do patamar médio dos últimos 15 anos (101,2 pontos). Pesquisas recentes<sup>2</sup> mostram que aumentos no nível de incerteza produzem efeitos negativos e estatisticamente significantes sobre a atividade econômica, principalmente por meio da redução da produção de bens industriais e dos investimentos. O Gráfico 2 apresenta a evolução, desde 2014, do indicador comparativamente à média histórica.

<sup>1</sup> O índice, calculado pela FGV, é composto por três medidas: IIE-Br Mídia, baseado na frequência de notícias com menção à incerteza nas mídias impressa e online; IIE-Br Expectativa, construído a partir das dispersões das previsões de especialistas para a taxa de câmbio e para o IPCA; e IIE-Br Mercado, baseado na volatilidade do mercado acionário, medido pelo Ibovespa.

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, o artigo de Barboza e Zilberman (2018), disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td658.pdf>

Gráfico 2. Índice de incerteza da economia



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

## 1.2 Mercado de trabalho

Os dados do mercado de trabalho relativos ao trimestre encerrado em março também mostraram certo arrefecimento da tendência de expansão nas variáveis de emprego e de rendimentos.

A taxa de desemprego apurada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) atingiu 13,1% no trimestre encerrado em abril, o que representou alta de 0,5 ponto percentual na comparação com o patamar do trimestre encerrado em março (12,6%). Em relação ao mesmo trimestre de 2017, no entanto, a taxa de desemprego recuou 0,6 ponto percentual, refletindo o crescimento da população ocupada (1,8% ante 2,0% em fevereiro) superior ao da força de trabalho (1,1% ante 1,3%).

A variação positiva do emprego ainda é resultado da ampliação de postos sem carteira assinada e por conta própria. No trimestre encerrado em março, a população ocupada sem carteira assinada no setor privado e por conta própria subiram, nessa ordem, 5,2% e 3,8% frente ao mesmo período do ano passado, enquanto a população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 1,5% (Tabela 6).

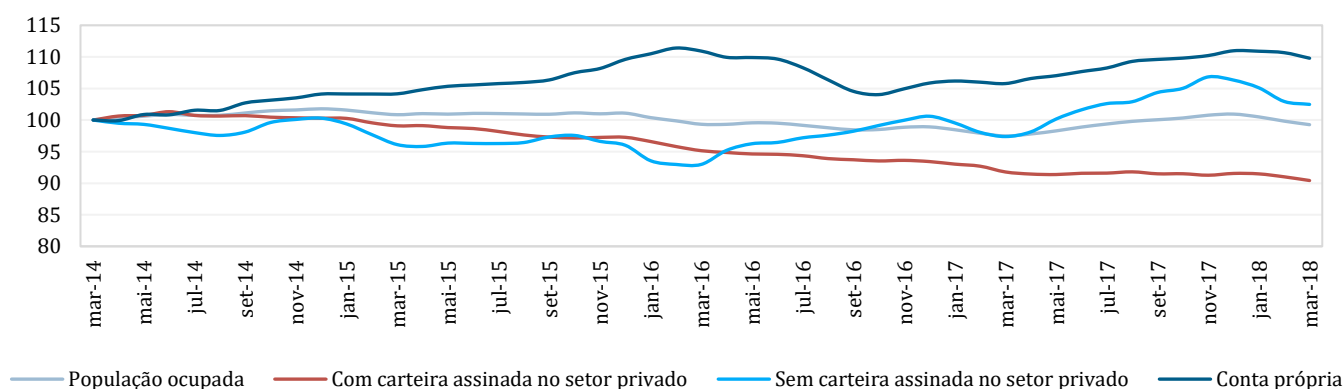
TABELA 6. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO

Indicadores de emprego	Percentual em relação ao total de ocupados			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	mar/17	fev/18	mar/18	jan/18	fev/18	mar/18	jan/18	fev/18	mar/18
<b>População ocupada</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>
Com carteira assinada no setor privado	37,6%	36,4%	36,3%	-1,7%	-1,8%	-1,5%	-2,6%	-2,5%	-2,3%
Sem carteira assinada no setor privado	11,4%	11,8%	11,8%	5,6%	5,0%	5,2%	5,1%	5,3%	5,6%
Trabalhador doméstico	6,8%	6,9%	6,8%	4,4%	4,2%	2,4%	0,7%	1,4%	1,4%
Setor público	12,2%	12,3%	12,4%	2,9%	3,3%	3,2%	1,3%	1,3%	1,6%
Empregador	4,6%	4,8%	4,8%	4,3%	5,5%	5,7%	7,4%	6,8%	7,1%
Conta Própria	24,9%	25,4%	25,3%	4,4%	4,4%	3,8%	1,7%	2,3%	2,9%
<b>Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social</b>	<b>65,0%</b>	<b>63,7%</b>	<b>63,8%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,1%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Apesar de representarem ocupações desprotegidas da legislação trabalhista, a incorporação de trabalhadores no mercado informal, principalmente na condição de conta própria, teve o papel de atenuar os impactos da crise econômica, entre 2014 e 2015, sobre o emprego em nível agregado (Gráfico 3). A recuperação lenta da economia, por sua vez, ainda explica a tendência descendente que prevalece no contingente de empregados com carteira assinada.

**Gráfico 3. População ocupada (1T 2014=100)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A Tabela 6 também permite verificar que o avanço relativo do mercado informal em detrimento das ocupações com carteira assinada no setor privado (que, em março de 2017, respondiam por 37,6% do total de ocupados, passando para 36,3%, em março de 2018) fez com que o percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social diminuísse na comparação com março do ano passado (63,8% ante 65,0%).

O rendimento médio real ficou estável na comparação com o trimestre encerrado em março de 2017, após aumento de 1,8% em fevereiro (Tabela 7). A desaceleração foi determinada, em termos de contribuição, pela queda de 4,1% no salário médio da categoria “sem carteira assinada no setor privado” e de 5,4% da categoria “empregador”. Como resultado, observou-se também menor variação da massa salarial (rendimento médio multiplicado pelo número de pessoas ocupadas), o que adiciona incerteza à perspectiva de evolução do consumo das famílias.

**TABELA 7. RENDIMENTO MÉDIO REAL E MASSA SALARIAL**

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	jan/18	fev/18	mar/18	jan/18	fev/18	mar/18	jan/18	fev/18	mar/18
<b>Rendimento médio real (em R\$)</b>	<b>2.181</b>	<b>2.191</b>	<b>2.169</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,7%</b>
Com carteira assinada no setor privado	2.108	2.101	2.074	3,6%	2,6%	0,6%	2,5%	2,5%	2,6%
Sem carteira assinada no setor privado	1.208	1.210	1.231	-2,2%	-3,4%	-4,1%	0,2%	-0,8%	-1,8%
Trabalhador doméstico	863	870	881	1,8%	2,0%	2,1%	0,9%	1,1%	1,3%
Setor público	3.416	3.460	3.485	-0,1%	0,4%	1,5%	0,9%	0,7%	0,9%
Empregador	5.612	5.647	5.346	-1,1%	0,1%	-5,4%	4,9%	4,3%	1,3%
Conta Própria	1.593	1.598	1.594	1,2%	1,5%	0,1%	0,0%	-0,3%	0,0%
<b>Massa salarial (em milhões de R\$)</b>	<b>194.910</b>	<b>194.499</b>	<b>191.503</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,9%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### 1.3 Inflação e juros

As estimativas da IFI apontam que a economia brasileira operou cerca de 7,2 pontos percentuais abaixo de seu potencial, no quarto trimestre de 2017<sup>3</sup>. A distância entre o PIB efetivo e o PIB potencial levou a medida de hiato do produto para o valor mais baixo da série histórica no último trimestre de 2016 (-8,4 p.p.) e, a partir de então, a ociosidade da economia tem caído apenas lentamente.

O elevado nível de ociosidade é um dos principais fatores que explicam a trajetória benigna da inflação ao consumidor (sintetizada na Tabela 8), sobretudo pela dinâmica dos preços mais sensíveis ao ciclo econômico, como os de serviços e industriais. A dinâmica dos preços de alimentos também contribuiu para que a variação do IPCA medida em doze meses (2,68% em março ante 2,84% em fevereiro) se situe abaixo do intervalo estabelecido para a meta. Cabe ressaltar ainda que a taxa de variação em doze meses da média dos núcleos de inflação passou de 3,07% em fevereiro para 2,96% em março.

**TABELA 8. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR**

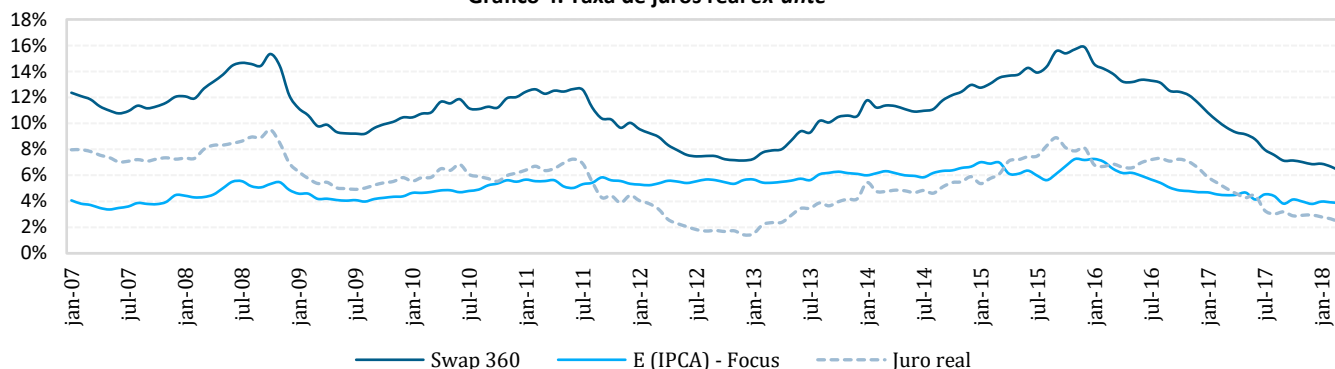
Inflação ao consumidor	Variação acumulada em 12 meses					
	out/17	nov/17	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18
<b>Índice Nacional de Preços ao Consumidor - INPC</b>	<b>1,83%</b>	<b>1,94%</b>	<b>2,07%</b>	<b>1,87%</b>	<b>1,81%</b>	<b>1,56%</b>
<b>Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA</b>	<b>2,70%</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,95%</b>	<b>2,86%</b>	<b>2,84%</b>	<b>2,68%</b>
Preços administrados	6,59%	7,76%	7,99%	7,35%	7,32%	7,05%
Preços livres	1,47%	1,22%	1,35%	1,42%	1,41%	1,26%
Alimentação no domicílio	-5,06%	-5,30%	-4,86%	-3,95%	-3,82%	-4,29%
Industriais	1,11%	0,93%	1,04%	0,92%	0,90%	1,18%
Serviços	4,88%	4,58%	4,53%	4,32%	4,22%	3,95%
<b>Média dos núcleos de inflação</b>	<b>3,54%</b>	<b>3,34%</b>	<b>3,39%</b>	<b>3,16%</b>	<b>3,07%</b>	<b>2,96%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>3</sup> Mais detalhes no Tópico Especial: Hiato do Produto na Economia Brasileira.

No ambiente caracterizado pela elevada ociosidade dos fatores de produção e taxa de inflação abaixo da meta, o processo em curso de flexibilização monetária (o Banco Central reduziu a taxa Selic em 775 pontos base entre outubro de 2016 e março de 2018) conduziu a taxa de juros real para patamares baixos em termos históricos. No final de março, a taxa real de juros *ex-ante* de um ano alcançou o patamar de 2,4% ao ano. Essa taxa leva em conta a taxa de juros esperada no prazo de um ano, obtida do swap DI Pré 360 dias, descontada a expectativa de inflação para o mesmo período, extraída do Boletim Focus.

**Gráfico 4. Taxa de juros real *ex-ante***



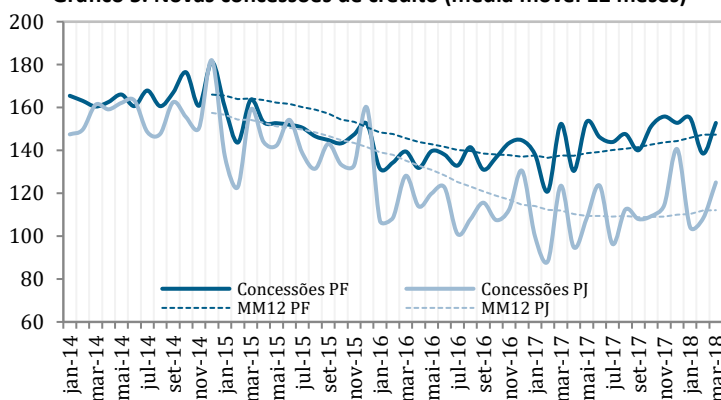
Fonte: Anbima e Banco Central. Elaboração: IFI.

#### 1.4 Mercado de crédito

Pelos dados da Nota de Política Monetária e Operações de Crédito do Banco Central, percebe-se que, a despeito da queda na razão entre crédito e PIB<sup>4</sup> (de 48,5% em março de 2017 para 46,6% em março de 2018), há um movimento de elevação das novas concessões de empréstimos – consolidado no caso das pessoas físicas e ainda incipiente no âmbito do crédito corporativo (Gráfico 5).

A recuperação gradual da atividade econômica tem sido acompanhada pelo aumento do fluxo de crédito, que reflete a dinâmica das operações com recursos livres<sup>5</sup> para pessoas físicas (7,1%, no acumulado em

**Gráfico 5. Novas concessões de crédito (média móvel 12 meses)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

<sup>4</sup> A razão crédito/PIB é a relação percentual do saldo das operações de crédito, dividido pelo valor do PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes.

<sup>5</sup> 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.

12 meses encerrados em março). As novas concessões para as pessoas jurídicas (-2,0%) continuaram em queda, embora com comportamento bastante distinto quando se compara os recursos livres (0,2%) e direcionados<sup>6</sup> (-18,8%).

A Tabela 9 exibe as variações acumuladas nos últimos 12 meses (em termos reais) para pessoas físicas e jurídicas, separadas também entre recursos livres e direcionados.

**TABELA 9. NOVAS CONCESSÕES DE CRÉDITO DEFLACIONADAS PELO IPCA: TAXAS DE CRESCIMENTO**

Novas concessões de crédito	Variação acumulada em 12 meses					
	out/17	nov/17	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18
<b>Recursos Livres</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,0%</b>
Pessoas Jurídicas	-8,3%	-6,8%	-4,0%	-3,2%	-0,3%	0,2%
Pessoas Físicas	3,4%	4,4%	5,3%	5,9%	7,9%	7,1%
<b>Recursos direcionados</b>	<b>-11,4%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>-10,0%</b>
Pessoas Jurídicas	-24,0%	-23,1%	-20,5%	-20,2%	-20,7%	-18,8%
Pessoas Físicas	2,4%	2,8%	-0,4%	-0,8%	-1,3%	-1,6%
<b>Recursos totais</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>
Pessoas Jurídicas	-10,2%	-8,7%	-6,0%	-5,2%	-2,7%	-2,0%
Pessoas Físicas	3,3%	4,2%	4,8%	5,3%	7,0%	6,2%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Além do aumento das novas concessões, observou-se redução das taxas médias de juros (Tabela 10), em linha com o ciclo de flexibilização da política monetária. A elevação das taxas observada em janeiro e fevereiro, refletindo o aumento do *spread* (diferença entre a taxa média de juros e o custo de captação), parece não configurar tendência, o que é importante para que a reativação do crédito possa ter efeito mais amplo sobre a atividade econômica.

**TABELA 10. TAXAS DE JUROS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO**

	Taxa média de juros (a.a.)					
	out/17	nov/17	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18
<b>Recursos Livres</b>	<b>43,6%</b>	<b>42,8%</b>	<b>40,3%</b>	<b>41,1%</b>	<b>42,2%</b>	<b>41,4%</b>
Pessoas Jurídicas	23,3%	22,9%	21,6%	22,3%	22,2%	21,2%
Pessoas Físicas	59,5%	58,2%	55,1%	55,8%	57,7%	57,2%
<b>Recursos direcionados</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,0%</b>
Pessoas Jurídicas	11,7%	11,4%	10,8%	11,7%	12,2%	10,5%
Pessoas Físicas	8,5%	7,9%	8,0%	8,2%	8,2%	8,1%
<b>Recursos totais</b>	<b>27,4%</b>	<b>26,9%</b>	<b>25,6%</b>	<b>26,2%</b>	<b>26,9%</b>	<b>26,2%</b>
Pessoas Jurídicas	18,0%	17,7%	16,8%	17,6%	17,9%	16,6%
Pessoas Físicas	34,2%	33,4%	31,9%	32,3%	33,2%	33,0%

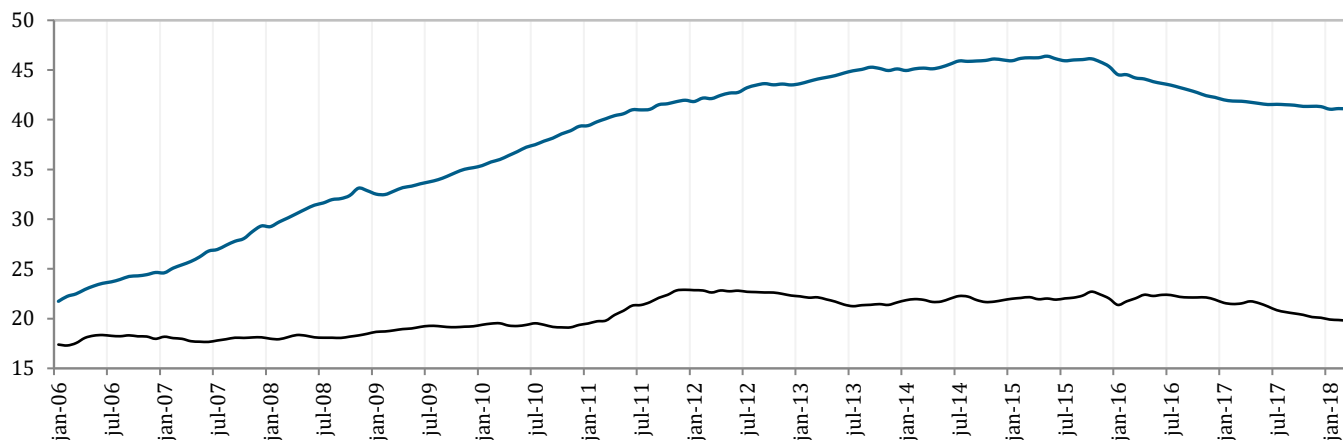
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

<sup>6</sup> 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.



Nesse sentido, cabe ressaltar que a redução da taxa de juros exerce papel importante no alívio do comprometimento de renda das famílias. Os dados da Nota de Política Monetária e Operações de Crédito do Banco Central mostraram estabilidade do endividamento total das famílias, medido como percentual da renda, no patamar de 41%, e ligeira redução do comprometimento de renda mensal com dívidas bancárias de 19,9% em janeiro para 19,8% em fevereiro.

**Gráfico 6. Endividamento e comprometimento de renda das famílias**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

### 1.5 Projeção de curto prazo para o PIB e componentes

Diante o cenário de expansão lenta da atividade econômica, evidente nos dados agregados (IBC-Br e Monitor do PIB) iniciais de 2018, na abertura do mercado de trabalho e na evolução do índice de incertezas vigente na economia, as estimativas para o desempenho do PIB do ano, obtidas no Boletim Focus divulgado pelo Banco Central, diminuiram ao longo dos últimos meses: passando de 2,69% em janeiro, para 2,92% em fevereiro, 2,84% em março e 2,75% em abril. A projeção da IFI, por ora, segue em 2,7%, após crescimento de 1,0% em 2017. Porém, a estimativa poderá ser reavaliada em breve com a incorporação do resultado das contas nacionais trimestres referentes ao primeiro trimestre de 2018.

A reação do mercado de crédito, que é um canal importante de transmissão dos impulsos da política monetária à economia real, reforça a perspectiva de aceleração do crescimento do PIB em 2018, impulsionado pelo aumento do consumo das famílias e dos investimentos. A perspectiva de evolução para a economia internacional, expressa nas projeções para o PIB, feitas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) no relatório<sup>7</sup> *World Economic Outlook* de abril de 2018 (3,9% em 2018 e 3,9% em 2019) e no volume de importações mundiais (5,4% e 5,0%), também atua como um vetor positivo sobre o desempenho das exportações brasileiras.

A estimativa para o PIB do Brasil em 2018 e 2019 está detalhada na Tabela 11. A contribuição da demanda interna para o crescimento da economia é estimada em 2,7 p.p. em 2018, desacelerando ligeiramente em 2019 para 2,5 p.p.. As exportações líquidas, pelo contrário, devem apresentar contribuições nulas em 2018 e em 2019.

<sup>7</sup> Para mais detalhes, acessar: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>

**TABELA 11. PROJEÇÕES PARA O PIB**

PIB e componentes (variação real)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>PIB</b>	<b>0,5%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,5%</b>
Agropecuária	2,8%	3,3%	-4,3%	13,0%	-0,6%	2,8%
Indústria	-1,5%	-5,8%	-4,0%	0,0%	3,0%	2,8%
Serviços	1,0%	-2,7%	-2,6%	0,3%	2,3%	2,4%
Consumo das Famílias	2,3%	-3,2%	-4,3%	1,0%	2,9%	2,7%
Consumo do Governo	0,8%	-1,4%	-0,1%	-0,6%	0,5%	1,1%
Formação Bruta de Capital Fixo	-4,2%	-13,9%	-10,3%	-1,8%	4,5%	4,5%
Exportação	-1,1%	6,8%	1,9%	5,2%	6,0%	5,0%
Importação	-1,9%	-14,2%	-10,2%	5,0%	6,6%	5,6%
<b>Contribuições para a variação real do PIB (p.p.)</b>						
Demanda interna	0,4	-6,4	-4,9	0,9	2,7	2,5
Exportações líquidas	0,1	2,9	1,5	0,1	0,0	0,0

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### 1.6 Atualização dos cenários de médio e longo prazos

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 12, a seguir, compara as novas estimativas com as que prevaleciam até agora, feitas no RAF 13, para cada um dos três cenários).

Nos três cenários, as mudanças ocorreram principalmente nos números para o curto prazo, já que na trajetória de médio e longo prazos, houve apenas ajustes finos.

**TABELA 12. 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	2,7	2,5	2,3	3,2	3,5	3,5	1,9	1,5	1,3
IPCA	10,67	6,29	2,95	3,5	3,9	4,1	3,1	3,4	3,8	4,5	5,0	5,9
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	3,90	3,26	3,31	3,45	3,55	3,82	3,33	3,34	3,45	3,71	3,84	4,79
Selic - final de período	14,25	13,75	7,00	6,25	7,50	8,50	6,00	6,00	7,00	8,50	9,50	11,86
Juros reais	3,23	7,02	3,94	2,7	3,5	4,3	2,7	3,5	3,1	3,8	4,3	5,7
<b>Versão passada (RAF 13)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020-2030</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020-2030</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020-2030</b>
PIB - Crescimento real	-3,6	-3,5	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	3,40	3,50	3,56	3,10	3,10	3,20	3,70	3,90	4,40
Selic - final de período	14,25	13,75	7,00	6,50	7,50	8,50	6,50	6,50	7,00	8,50	9,50	11,80
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
<b>Diferença em p.p. entre as versões atual e passada</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020-2030</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020-2030</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020-2030</b>
PIB - Crescimento real	-	-	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1
IPCA	-	-	-	-0,3	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,2
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	-	-	-	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,4
Selic - final de período	-	-	-	-0,3	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,1
Juros reais	-	-	-	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,1

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

No cenário base, as projeções para a taxa de inflação e a Selic foram reduzidas em função do nível ainda muito elevado de ociosidade da economia. 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 baixo em 2018 e 2019. A partir de então, assume-se que o PIB evolui em linha com o crescimento potencial (estimado atualmente em 2,3%) 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 seria 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 350 pontos. A taxa de câmbio tenderia a se depreciar de maneira mais intensa, com impacto sobre as expectativas de inflação. Nesse cenário, a taxa de juros seria mais elevada, restringindo a perspectiva de crescimento do PIB (1,3% em média entre 2020 e 2030).

A Tabela 13 exibe o conjunto atual de projeções.

**TABELA 13. ESTIMATIVAS DAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS**

Cenário 1	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Média 2020-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5.779	5.996	6.259	6.560	6.970	7.418	<b>10.970</b>
PIB - Crescimento real	0,5%	-3,5%	-3,5%	1,0%	2,7%	2,5%	<b>2,3%</b>
IPCA	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,5%	3,9%	<b>4,1%</b>
Ocupação (crescimento %)	1,5%	0,2%	-1,8%	0,0%	1,4%	1,8%	<b>1,1%</b>
Massa salarial (crescimento %)	2,8%	0,5%	-3,4%	2,3%	3,0%	2,8%	<b>2,0%</b>
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,45	3,55	<b>3,82</b>
Juro real	5,0%	3,2%	7,0%	3,9%	2,7%	3,5%	<b>4,3%</b>
Selic - final de período	11,8%	14,3%	13,8%	7,0%	6,3%	7,5%	<b>8,5%</b>
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	240	265	261	<b>239</b>
Cenário 2	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Média 2020-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5.779	5.996	6.259	6.560	6.984	7.471	<b>11.738</b>
PIB - Crescimento real	0,5%	-3,5%	-3,5%	1,0%	3,2%	3,5%	<b>3,5%</b>
IPCA	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,1%	3,4%	<b>3,8%</b>
Ocupação (crescimento %)	1,5%	0,2%	-1,8%	0,0%	2,4%	3,4%	<b>1,3%</b>
Massa salarial (crescimento %)	2,8%	0,5%	-3,4%	2,3%	4,2%	4,9%	<b>2,6%</b>
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,33	3,34	<b>3,45</b>
Juro real	5,0%	3,2%	7,0%	3,9%	2,8%	2,5%	<b>3,1%</b>
Selic - final de período	11,8%	14,3%	13,8%	7,0%	6,0%	6,0%	<b>7,0%</b>
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	240	234	220	<b>194</b>
Cenário 3	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Média 2020-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5.779	5.996	6.259	6.560	6.986	7.446	<b>11.563</b>
PIB - Crescimento real	0,5%	-3,5%	-3,5%	1,0%	1,9%	1,5%	<b>1,3%</b>
IPCA	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	4,5%	5,0%	<b>5,9%</b>
Ocupação (crescimento %)	1,5%	0,2%	-1,8%	0,0%	1,3%	1,5%	<b>1,0%</b>
Massa salarial (crescimento %)	2,8%	0,5%	-3,4%	2,3%	2,7%	1,8%	<b>1,5%</b>
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,71	3,84	<b>4,79</b>
Juro real	5,0%	3,2%	7,0%	3,9%	3,8%	4,3%	<b>5,7%</b>
Selic - final de período	11,8%	14,3%	13,8%	7,0%	8,5%	9,5%	<b>11,9%</b>
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	240	349	354	<b>366</b>

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