

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

A retomada do crescimento econômico tem ocorrido em ritmo lento. O resultado do PIB do primeiro trimestre em relação ao trimestre imediatamente anterior veio 0,2 ponto percentual abaixo do esperado pela IFI e deixou um carregamento estatístico de 0,9% para o crescimento de 2018, o que reforça o viés de baixa da projeção do ano (2,7%).

A perspectiva para o próximo trimestre também não é alentadora. As dificuldades enfrentadas pela economia argentina e as paralisações do transporte de cargas ocorridas ao longo de maio no contexto da greve dos caminhoneiros devem produzir efeitos negativos sobre a atividade produtiva, representando novos fatores a condicionar a revisão do PIB.

As estimativas de mercado para o PIB de 2018 obtidas no Boletim Focus divulgado pelo Banco Central, por exemplo, que chegaram a oscilar ao redor de 2,9% ao longo de março, foram ajustadas para baixo e atingiram 2,18% na primeira semana de junho (Gráfico 1).

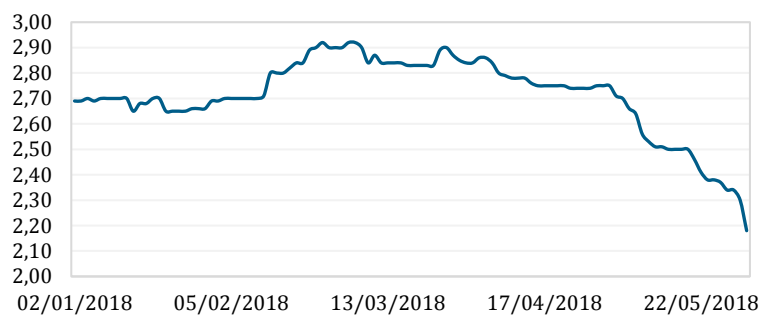
No cenário internacional, o aperto da política monetária norte-americana tem contribuído com a redução do diferencial de juros interno e externo, tornando as moedas de países emergentes menos atrativas. No Brasil, no contexto de fortalecimento do dólar e elevação do risco-país, o Copom interrompeu o ciclo de queda da Selic na reunião

de maio. O Banco Central argentino, por sua vez, elevou substancialmente os juros na tentativa de estabilizar as pressões sobre a taxa de câmbio e a inflação. A economia argentina é mais vulnerável ao movimento de valorização do dólar comparativamente ao Brasil, pois se caracteriza por apresentar déficit em transações correntes elevado, detém um colchão baixo de reservas internacionais e parcela significativa da dívida pública indexada à moeda estrangeira.

Em relatório recente sobre as perspectivas de crescimento global¹, o Banco Mundial estima que o PIB argentino desacelere de 2,9% em 2017 para 1,7% em 2018. Como a Argentina representa o terceiro destino das exportações brasileiras (atrás da China e dos Estados Unidos), o desaquecimento de sua economia tende a afetar, em algum grau, a velocidade de retomada da indústria de transformação brasileira, sobretudo no segmento automobilístico, que concentra a maior parte do volume de embarques.

Cálculos preliminares veiculados na mídia², com base no valor das perdas divulgadas por associações setoriais, apontam grande dispersão na estimativa dos efeitos da greve dos caminhoneiros sobre a atividade em 2018, variando de -0,2 a -1 ponto percentual. A revisão da estimativa da IFI para o PIB de 2018 será calibrada e oficializada quando houver informações mais precisas para a quantificação desses impactos. Os efeitos das paralisações devem aparecer de forma

Gráfico 1. Mediana das estimativas de mercado para o PIB de 2018



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

¹ Para mais informações, acesse: <https://bit.ly/2JBVqXP>

² Para mais informações, acesse: <https://bit.ly/2InxuUG> e <https://bit.ly/2JhNyKz>

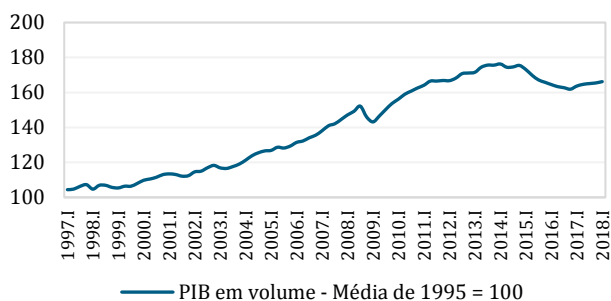
mais clara nas pesquisas conjunturais de maio, como a produção industrial, as vendas no varejo e a receita do setor de serviços do IBGE, e nos índices de confiança de junho³.

Por ora, avaliamos que a expansão do PIB em 2018 caminha para a estimativa delineada em nosso cenário pessimista (1,9%).

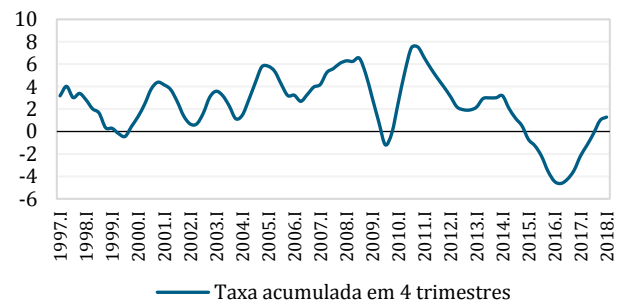
1.1 Evolução do PIB

O crescimento do PIB acelerou ligeiramente no primeiro trimestre de 2018 para 0,4% (de 0,2% nos três últimos meses do ano passado), acumulando expansão de 1,3% em quatro trimestres, de acordo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A sequência de cinco resultados positivos na comparação com o período imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, e a evolução ascendente da taxa acumulada ilustram um cenário de recuperação gradual da economia, iniciada em 2017 (Gráfico 2).

Gráfico 2. Evolução do PIB trimestral



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.



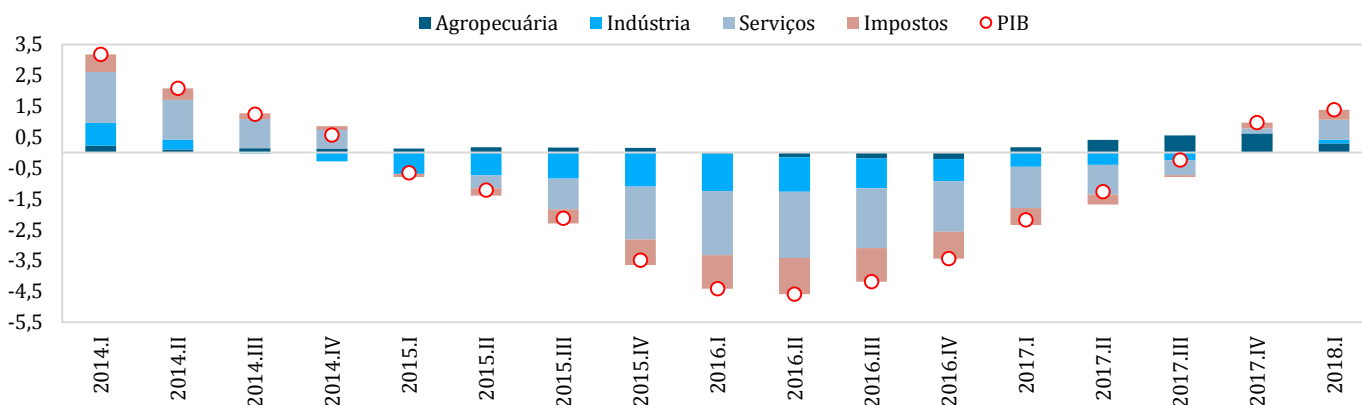
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O crescimento do PIB em relação ao último trimestre do ano passado foi influenciado, na ótica da produção, pela expansão da produção agropecuária (1,4%) e pelos avanços menos expressivos da indústria (0,1%) e dos serviços (0,1%). Considerando-se a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres, o desempenho da agropecuária (6,1%) também sobressaiu entre os demais setores produtivos: indústria (0,6%) e serviços (1,0%).

³ As edições de maio dos índices de confiança não captaram esses efeitos, pois o período de coleta de informações ocorreu entre os dias 2 e 19 de maio (consumidores) e entre os dias 2 e 23 de maio (empresários).

Em termos de contribuição, o setor de serviços adicionou 0,6 ponto percentual ao resultado do PIB acumulado em quatro trimestres, seguido pela agropecuária (0,3 p.p.) e pela indústria (0,1 p.p.).

Gráfico 3. Contribuições (em p.p.) para o crescimento do PIB acumulado em quatro trimestres



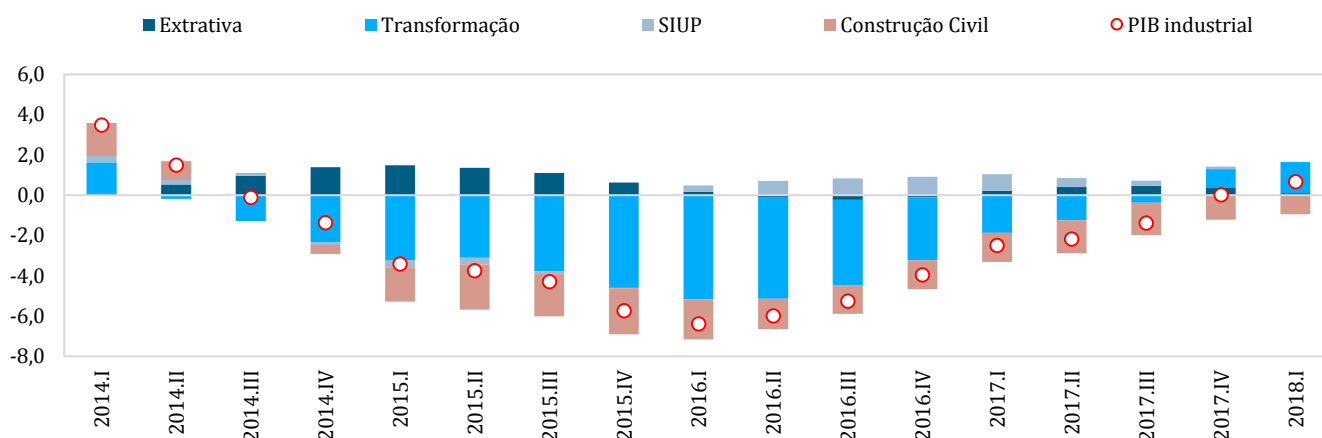
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Como se observa no Gráfico 3, a produção agropecuária exerceu papel de destaque na retomada da economia ao longo do ano passado, impulsionada pela safra recorde de grãos. Nos próximos trimestres, a tendência é que o setor contribua cada vez menos com o crescimento do PIB em termos agregados. A previsão para a safra nacional de 2018, realizada pelo IBGE no último Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), referente a abril de 2018, indica decréscimo de 4,4% da produção frente a 2017.

Cabe também ressaltar que o desempenho ainda negativo da construção civil, mantido mesmo após o fim do ciclo recessivo entre 2015 e 2016, permanece como fator limitante à trajetória de recuperação do PIB industrial e da atividade econômica em termos agregados. Entre outros fatores, é possível listar a lenta recuperação da renda e do emprego, a contração pronunciada dos investimentos públicos e o efeito da Operação Lava Jato sobre grandes construtoras.

O Gráfico 4 permite visualizar que a contração da atividade da construção civil subtraiu 0,9 ponto percentual da taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres do PIB industrial, e também que permanece no terreno negativo há 14 trimestres. O avanço moderado da indústria, por sua vez, é explicado em grande medida pela transformação (contribuição de 1,5 ponto percentual no primeiro trimestre), ao passo que a relevância das demais rubricas – serviços industriais de utilidade pública e extrativa – situam-se próximas de zero.

Gráfico 4. Contribuições (em p.p.) para o crescimento do PIB industrial em quatro trimestre



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Sob a ótica da despesa, a abertura apontou elevações no consumo das famílias (0,5%) e na formação bruta de capital fixo (0,6%) em relação ao trimestre imediatamente anterior. A taxa positiva do consumo já é a quinta consecutiva. No caso dos investimentos, são quatro períodos de taxas positivas. Considerando-se a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres, o desempenho do consumo das famílias (2,1%), das exportações (6,2%) e das importações (4,6%) sobressaiu entre os demais componentes da demanda agregada: consumo do governo (-0,6%) e formação bruta de capital fixo (-0,1%). As contribuições da absorção doméstica, composta pelo consumo das famílias (1,3 p.p.), do governo (-0,1 p.p.) e investimentos (-0,1 p.p.), e da demanda externa (exportações líquidas) foram de 1,1 p.p. e 0,2 p.p.

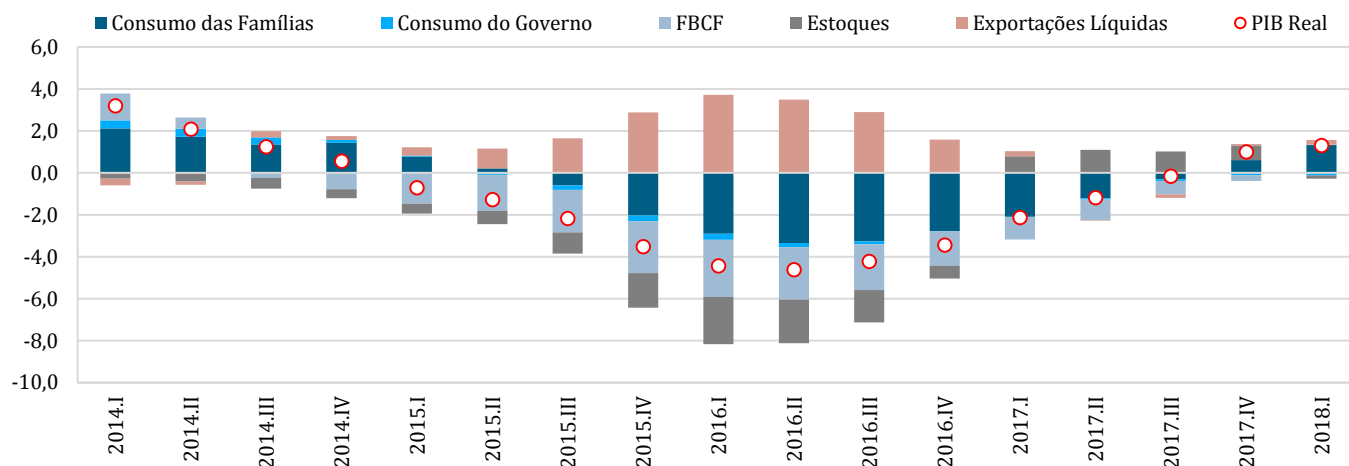
TABELA 1. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) NA TAXA ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES DO PIB

	2017.I	2017.II	2017.III	2017.IV	2018.I
Absorção interna	-2,4	-1,2	0,0	0,9	1,1
Consumo das famílias	-2,1	-1,2	-0,3	0,6	1,3
Consumo do governo	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Formação Bruta de Capital Fixo	-1,1	-1,0	-0,6	-0,3	0,0
Varição de estoques	0,8	1,1	1,0	0,7	-0,2
Exportações líquidas	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,2

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A Tabela 1 exibe as contribuições de cada componente da demanda agregada na taxa acumulada em quatro trimestres do PIB desde 2017, enquanto o Gráfico 5 permite visualizar a dinâmica das contribuições em um horizonte mais amplo.

Gráfico 5. Contribuições (em p.p.) para o crescimento do PIB em quatro trimestres



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.2 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego apurada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) atingiu 12,9% da força de trabalho em abril, recuando 0,7 ponto percentual em relação ao mesmo período de 2017. A diminuição do indicador é resultado do aumento da população ocupada em velocidade superior à expansão da população economicamente ativa. Cabe reforçar que a variação positiva do emprego em termos agregados continua sendo explicada pelo aumento da informalidade. Considerando-se a taxa de variação acumulada em 12 meses, a população ocupada sem carteira assinada no setor privado e por conta própria subiram, nessa ordem, 5,8% e 3,3%, enquanto a população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 2,1% (Tabela 2).

TABELA 2. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO

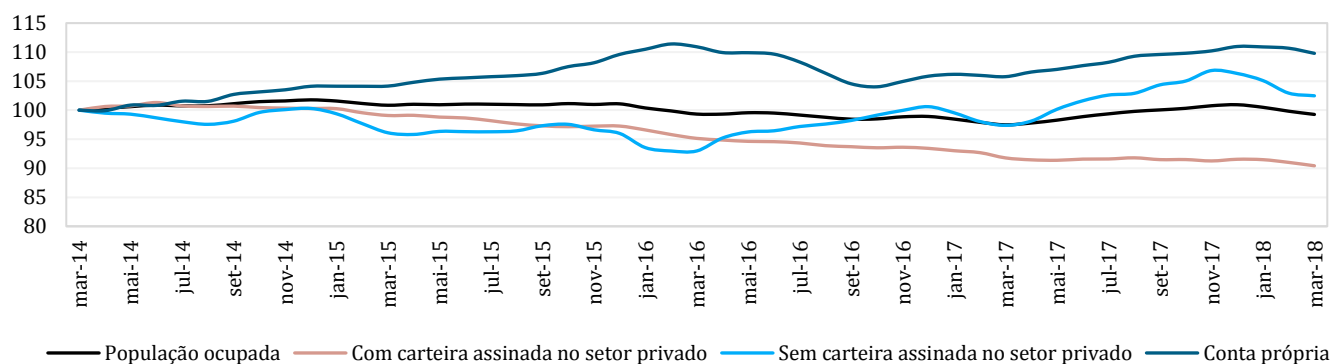
Indicadores de emprego	Percentual em relação ao total de ocupados			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	abr/17	mar/18	abr/18	fev/18	mar/18	abr/18	fev/18	mar/18	abr/18
População ocupada	100,0%	100,0%	100,0%	2,0%	1,8%	1,7%	0,9%	1,2%	1,4%
Com carteira assinada no setor privado	37,3%	36,3%	36,1%	-1,8%	-1,5%	-1,7%	-2,5%	-2,3%	-2,1%
Sem carteira assinada no setor privado	11,5%	11,8%	12,0%	5,0%	5,2%	6,3%	5,3%	5,6%	5,8%
Trabalhador doméstico	6,8%	6,8%	6,8%	4,2%	2,4%	1,0%	1,4%	1,4%	1,5%
Setor público	12,3%	12,4%	12,5%	3,3%	3,2%	3,3%	1,3%	1,6%	2,2%
Empregador	4,6%	4,8%	4,8%	5,5%	5,7%	5,7%	6,8%	7,1%	6,2%
Conta Própria	25,0%	25,3%	25,4%	4,4%	3,8%	3,3%	2,3%	2,9%	3,3%
Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social	64,7%	63,8%	63,5%	-0,5%	-0,1%	-0,2%	-1,5%	-1,1%	-0,9%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A Tabela 2 também permite verificar que o avanço relativo do mercado informal em detrimento das ocupações com carteira (que, em abril de 2017, respondiam por 37,3% do total de ocupados, passando para 36,1%, em abril de 2018) fez com que o percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social diminuísse na comparação com abril do ano passado (63,5% ante 64,7%).

Apesar de representarem ocupações desprotegidas da legislação trabalhista, a incorporação de trabalhadores no mercado informal, principalmente na forma de conta própria, teve o papel de atenuar os impactos da crise sobre o emprego (Gráfico 6). A recuperação lenta da economia, por sua vez, explica a tendência negativa que ainda prevalece no contingente de empregados com carteira assinada.

Gráfico 6. População ocupada (1T 2014=100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Cabe a ressalva de que os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), já mostram um quadro menos negativo para o emprego formal daquele retratado pela PNAD. Apesar de diferenças conceituais relacionadas ao fato de a PNAD ser uma pesquisa amostral, enquanto o CAGED é um registro administrativo, a diferença entre as duas fontes tem sido relevante, a ponto de o estoque de vagas no CAGED já superar o patamar observado no mesmo período do ano anterior (Tabela 3). Em termos setoriais, a lentidão na retomada da atividade da construção civil, explicitada na seção 1.1, tem afetado substancialmente o nível de emprego formal.

TABELA 3. ESTOQUE DE VAGAS COM CARTEIRA ASSINADA

Emprego Formal	Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	fev/18	mar/18	abr/18	fev/18	mar/18	abr/18
Total	0,2%	0,4%	0,6%	-1,1%	-0,9%	-0,6%
Indústria de transformação	-3,0%	-2,8%	-2,4%	-3,8%	-3,6%	-3,4%
Indústria extrativa	0,0%	0,3%	0,5%	-1,4%	-1,1%	-0,8%
Serviços industriais de utilização pública	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-1,6%	-1,5%	-1,4%
Construção civil	-4,3%	-3,6%	-3,0%	-9,1%	-8,2%	-7,2%
Comércio	0,6%	0,7%	0,8%	-0,3%	-0,1%	0,1%
Serviços	0,5%	0,8%	1,0%	-0,6%	-0,4%	-0,1%
Administração pública	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-1,1%	-1,0%	-0,9%
Agricultura	1,2%	1,6%	1,9%	-0,6%	-0,2%	0,1%

Fonte: MTE. Elaboração: IFI.

Os ganhos de renda em termos reais continuam ocorrendo no mercado de trabalho, beneficiados pela desaceleração da inflação, mas os avanços seguem em velocidade lenta. Nos últimos 12 meses encerrados em abril, o rendimento médio do trabalho e a massa salarial avançaram, nessa ordem, 1,9% e 3,3% em termos reais. 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		
	fev/18	mar/18	abr/18	fev/18	mar/18	abr/18	fev/18	mar/18	abr/18
Rendimento médio nominal (em R\$)	2.186	2.169	2.182	4,7%	2,8%	3,6%	5,3%	4,7%	4,8%
Rendimento médio real (em R\$)	2.195	2.174	2.182	1,8%	0,0%	0,8%	2,1%	1,7%	1,9%
Com carteira assinada no setor privado	2.106	2.078	2.090	2,7%	0,6%	1,3%	2,5%	2,6%	2,6%
Sem carteira assinada no setor privado	1.212	1.234	1.258	-3,3%	-4,1%	0,2%	-0,8%	-1,8%	-0,7%
Trabalhador doméstico	871	883	884	1,9%	2,1%	2,1%	1,0%	1,3%	1,3%
Setor público	3.468	3.492	3.477	0,5%	1,5%	2,9%	0,7%	0,9%	1,0%
Empregador	5.658	5.357	5.385	0,1%	-5,4%	-5,6%	4,3%	1,3%	1,9%
Conta Própria	1.601	1.597	1.587	1,5%	0,1%	0,1%	-0,3%	0,0%	0,1%
Massa salarial em termos reais (em milhões de R\$)	194.890	191.889	193.013	3,7%	1,8%	2,5%	3,0%	2,9%	3,3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.3 Inflação e juros

O elevado nível de ociosidade da economia é um dos principais fatores determinantes do comportamento benigno da inflação ao consumidor (sintetizada na Tabela 5), sobretudo pela dinâmica dos preços mais sensíveis ao ciclo econômico, como os de serviços e industriais. A dinâmica dos preços de alimentos também contribui para que a variação do IPCA medida em doze meses (2,68% em abril) se situe abaixo do intervalo estabelecido para a meta. As medidas de núcleo, que excluem as variações de itens tipicamente mais voláteis, reforçam o comportamento ainda favorável da inflação.

TABELA 5. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR

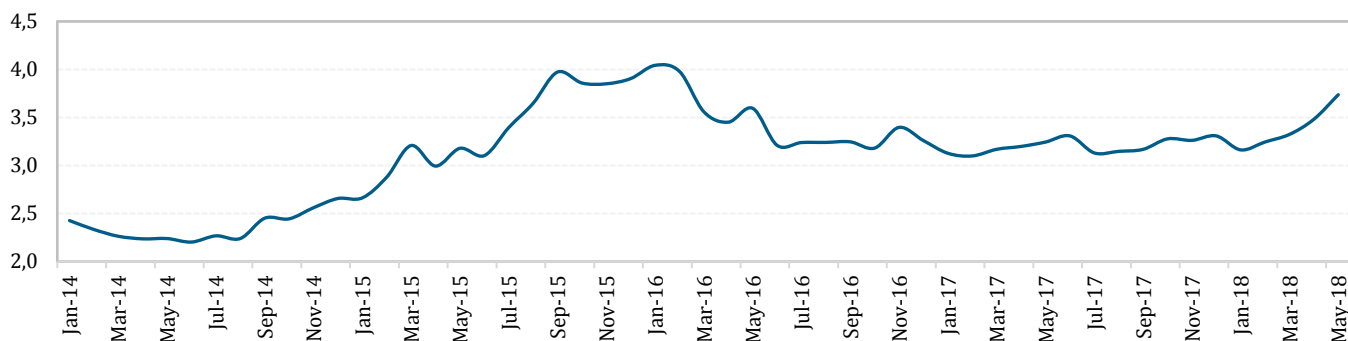
Inflação ao consumidor	Variação acumulada em 12 meses					
	nov/17	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18	abr/18
Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC	1,94%	2,07%	1,87%	1,81%	1,56%	1,69%
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA	2,80%	2,95%	2,86%	2,84%	2,68%	2,68%
Preços administrados	7,76%	7,99%	7,35%	7,32%	7,05%	7,90%
Preços livres	1,22%	1,35%	1,42%	1,41%	1,26%	1,00%
Alimentação no domicílio	-5,30%	-4,86%	-3,95%	-3,82%	-4,29%	-4,68%
Industriais	0,93%	1,04%	0,92%	0,90%	1,18%	1,27%
Serviços	4,58%	4,53%	4,32%	4,22%	3,95%	3,15%
Média dos núcleos de inflação	3,34%	3,39%	3,16%	3,07%	2,96%	2,60%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A despeito da grande ociosidade existente nos fatores de produção - o que se observa tanto pela baixa utilização da capacidade do parque industrial quanto pelo patamar ainda elevado da taxa de desemprego -, e do nível baixo da inflação, o Banco Central interrompeu o ciclo de queda da taxa básica de juros (mantida em 6,5% a.a.) diante da avaliação de que o cenário externo tem se mostrado mais desafiador para as economias emergentes, principalmente com a normalização

da política monetária nas economias avançadas. De acordo com a Ata, o efeito sobre a taxa de câmbio (Gráfico 7) diminuiu as chances de a inflação permanecer abaixo da meta em 2018 e 2019. Depois de oscilar ao redor de R\$ 3,25 reais/US\$ desde meados de 2016, a moeda brasileira depreciou chegando a R\$ 3,74 reais/US\$ no final de maio.

Gráfico 7. Taxa de câmbio Nominal (R\$/US\$)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

As estimativas de mercado para o IPCA de 2018 obtidas no Boletim Focus divulgado pelo Banco Central, nesse sentido, que vinham oscilando ao redor de 3,5% entre abril e maio subiram para 3,65% na primeira semana de junho, influenciadas também pelo aumento do preço do petróleo. Para 2019, a expectativa de inflação segue estacionada em 4,0%.

Em um contexto de expectativas ainda ancoradas, o repasse das variações da taxa de câmbio para os demais preços da economia, sobretudo através do encarecimento dos insumos importados, tende a ser atenuado pelo elevado nível de ociosidade. De todo modo, os riscos de alta para o cenário base de inflação incluem a frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira no âmbito fiscal, o que pode afetar o risco-país e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco é intensificado em uma conjuntura internacional cada vez mais desafiadora para as economias emergentes.

1.4 Mercado de crédito

Os dados da Nota de Política Monetária e Operações de Crédito do Banco Central mostram que a despeito da queda na razão entre crédito e PIB⁴ (de 48,3% em abril de 2017 para 46,5% em abril de 2018) há uma tendência em curso de ampliação das novas concessões de empréstimos - consolidada para pessoas físicas e incipiente para as pessoas jurídicas.

A recuperação gradual da atividade econômica tem sido acompanhada pelo aumento do fluxo de crédito, refletindo essencialmente a dinâmica das operações com recursos livres⁵ (2,5%, no acumulado em 12 meses encerrados em abril),

⁴ 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.

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.

à medida que as novas concessões de crédito com recursos direcionados⁶ (-10,0%) continuam em queda, influenciadas pela menor presença do BNDES. A Tabela 6 exibe as variações acumuladas nos últimos 12 meses (em termos reais) para pessoas físicas e jurídicas, separadas também entre recursos livres e direcionados.

TABELA 6. NOVAS CONCESSÕES DE CRÉDITO DEFLACIONADAS PELO IPCA: TAXAS DE CRESCIMENTO

Novas concessões de crédito	Variação acumulada em 12 meses					
	nov/17	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18	abr/18
Recursos Livres	-0,8%	1,1%	1,8%	4,2%	4,0%	6,3%
Pessoas Jurídicas	-6,8%	-4,0%	-3,2%	-0,3%	0,2%	3,7%
Pessoas Físicas	4,4%	5,3%	5,9%	7,9%	7,0%	8,4%
Recursos direcionados	-10,6%	-10,4%	-10,4%	-10,9%	-10,0%	-9,4%
Pessoas Jurídicas	-23,1%	-20,5%	-20,2%	-20,7%	-18,8%	-19,6%
Pessoas Físicas	2,8%	-0,4%	-0,8%	-1,3%	-1,6%	0,3%
Recursos totais	-1,8%	-0,2%	0,5%	2,6%	2,5%	4,7%
Pessoas Jurídicas	-8,7%	-6,0%	-5,2%	-2,7%	-2,0%	1,1%
Pessoas Físicas	4,2%	4,8%	5,3%	7,0%	6,2%	7,6%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Além do aumento das novas concessões, 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 tem exercido papel importante no alívio do comprometimento de renda das famílias com dívidas bancárias. O indicador calculado pelo Banco Central ficou relativamente estável entre fevereiro e março (em 20,3%), reduzindo-se 1,5 p.p. na comparação anual - fator que abre espaço no orçamento das famílias para a ampliação do consumo.

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.

TABELA 7. TAXAS DE JUROS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO

	Taxa média de juros (a.a.)					
	nov/17	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18	abr/18
Recursos Livres	42,8%	40,3%	41,1%	42,2%	41,4%	41,0%
Pessoas Jurídicas	22,9%	21,6%	22,3%	22,2%	21,2%	20,8%
Pessoas Físicas	58,2%	55,1%	55,8%	57,7%	57,2%	56,8%
Recursos direcionados	9,3%	9,1%	9,5%	9,7%	9,0%	8,6%
Pessoas Jurídicas	11,4%	10,8%	11,7%	12,2%	10,5%	9,6%
Pessoas Físicas	7,9%	8,0%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%
Recursos totais	26,9%	25,6%	26,2%	26,9%	26,2%	25,9%
Pessoas Jurídicas	17,7%	16,8%	17,6%	17,9%	16,6%	16,0%
Pessoas Físicas	33,4%	31,9%	32,3%	33,2%	33,0%	32,8%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.