

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

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

A recuperação da atividade delineada nos dados de abril foi interrompida em maio, em grande medida, devido ao impacto da paralisação do setor de transportes de cargas. Em termos agregados, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção agropecuária, da indústria, do comércio e dos serviços, recuou 3,3% na comparação com abril, em termos dessazonalizados. No trimestre finalizado em maio, o índice registrou variação de -1,5% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro. A contração das vendas no comércio varejista, do volume de serviços prestados e, principalmente, da produção industrial na margem ajudou a compor o quadro negativo sintetizado pelo IBC-Br.

Dados mais recentes mostraram que a produção industrial aumentou 13,1% na passagem de maio para junho, após ter registrado contração de 11% no mês anterior. A despeito da normalização da atividade do setor em junho após o choque provocado pela crise dos combustíveis, a produção diminuiu 2,5% em relação ao trimestre finalizado em março, fator que limitará o crescimento do PIB no período.

Nesta edição do RAF atualizamos as projeções dos parâmetros macroeconômicos relevantes para a construção dos cenários fiscais, tendo em vista os números realizados do primeiro trimestre e o conjunto de informações já disponíveis sobre o estado da economia no segundo trimestre do ano. O detalhamento dos novos números será apresentado em uma seção específica.

O crescimento econômico deve seguir em ritmo mais moderado que o previsto inicialmente, tendo sido revisado de 2,7% para 1,6% em 2018. Além de revisões na taxa de câmbio, inflação, taxa de juros e massa salarial no curto prazo, principalmente, destacamos que o patamar do PIB nominal foi elevado em todo horizonte preditivo devido à expectativa de que a taxa de variação do deflator do PIB (medida ampla de inflação obtida nas Contas Nacionais) cresça acima da taxa de variação do IPCA.

### 1.1 Projeção para o PIB e componentes

No lado da oferta, as revisões mais significativas (em relação aos números apresentados no RAF de maio<sup>1</sup>) ocorreram no PIB da indústria (cuja variação esperada passou de 3,0% para 1,8%) e no PIB de serviços (de 2,3% para 1,5%). Por outro lado, a previsão para o PIB da agropecuária subiu de -0,6% para 1,4%, como reflexo da incorporação do forte resultado observado no primeiro trimestre e das estimativas mais recentes da quantidade produzida de diversas culturas expressas nos relatórios setoriais do IBGE<sup>2</sup>.

A perspectiva de aceleração do crescimento em 2018 segue impulsionada pelo avanço do consumo das famílias e dos investimentos. A contribuição da demanda interna para o crescimento da economia é estimada em 1,5 p.p. em 2018 e 2,4 p.p. em 2018. As exportações líquidas, por outro lado, devem apresentar contribuições próximas de zero nos dois anos. As projeções para o PIB e seus componentes estão detalhadas na Tabela 1.

---

<sup>1</sup> Disponível em: <https://bit.ly/2KCKB48>

<sup>2</sup> Dentre eles, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola de julho, a Pesquisa Trimestral do Abate de Animais e a Pesquisa Trimestral do Leite do segundo trimestre.

**TABELA 1. PROJEÇÕES PARA O PIB**

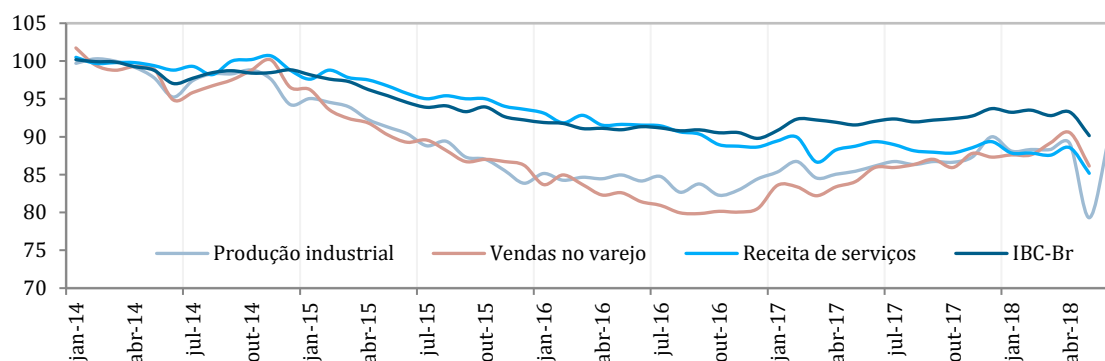
|  | 2014  | 2015   | 2016   | 2017  | 2018 | 2019 |
|--|-------|--------|--------|-------|------|------|
| <b>PIB e componentes (variação real)</b>                                 | 0.5%  | -3.5%  | -3.5%  | 1.0%  | 1.6% | 2.4% |
| Agropecuária   | 2.8%  | 3.3%   | -4.3%  | 13.0% | 1.4% | 2.3% |
| Indústria  | -1.5% | -5.8%  | -4.0%  | 0.0%  | 1.8% | 2.1% |
| Serviços   | 1.0%  | -2.7%  | -2.6%  | 0.3%  | 1.5% | 2.4% |
| Consumo das Famílias   | 2.3%  | -3.2%  | -4.3%  | 1.0%  | 2.0% | 2.5% |
| Consumo do Governo   | 0.8%  | -1.4%  | -0.1%  | -0.6% | 0.1% | 1.0% |
| Formação Bruta de Capital Fixo   | -4.2% | -13.9% | -10.3% | -1.8% | 3.7% | 4.5% |
| Exportação   | -1.1% | 6.8%   | 1.9%   | 5.2%  | 6.0% | 5.0% |
| Importação   | -1.9% | -14.2% | -10.2% | 5.0%  | 5.7% | 5.4% |
| <b>Contribuições para a variação real do PIB (em pontos percentuais)</b> |       |        |        |       |      |      |
| Demanda interna  | 0.4   | -6.4   | -4.9   | 0.9   | 1.5  | 2.4  |
| Exportações líquidas   | 0.1   | 2.9    | 1.5    | 0.1   | 0.1  | 0.0  |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

## 1.2 Indicadores de atividade econômica

Nesta seção analisamos os indicadores de alta frequência que permitem antecipar a tendência do PIB no curto prazo. O Gráfico 1 exhibe como tem evoluído, desde 2014, o IBC-Br, as vendas no varejo, o volume de serviços e a produção industrial.

**GRÁFICO 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA (SÉRIES DESSAZONALIZADAS - 1ºT 2014 = 100)**



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI

## Comércio e Serviços

Em maio, o volume de vendas no comércio varejista ampliado, segundo dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, recuou 4,9% na comparação com o mês anterior, considerando a série com ajuste sazonal. A abertura da pesquisa mostrou um predomínio de taxas negativas entre as atividades investigadas (Tabela 2), com destaque, em termos de magnitude, para a diminuição das vendas do setor automotivo. No trimestre encerrado em maio (frente aos três meses anteriores) o indicador agregado da PMC avançou 1,3%, desacelerando em relação ao resultado apresentado em abril.

**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 |             |             |
|---|--|-------------|--------------|--|-------------|-------------|--------------------------------|-------------|-------------|
|   | mar/18                                 | abr/18      | mai/18       | mar/18   | abr/18      | mai/18      | mar/18                         | abr/18      | mai/18      |
| <b>Vendas no varejo ampliado</b>          | <b>1.8%</b>                            | <b>1.5%</b> | <b>-4.9%</b> | <b>1.3%</b>  | <b>1.8%</b> | <b>1.3%</b> | <b>6.3%</b>                    | <b>7.0%</b> | <b>6.8%</b> |
| Combustíveis e lubrificantes              | 1.4%                                   | 3.7%        | -6.1%        | -1.9%  | 0.5%        | 1.0%        | -3.2%                          | -2.9%       | -3.6%       |
| Hipermercados e supermercados             | 0.2%                                   | 1.0%        | 0.6%         | 2.3%   | 1.2%        | 1.4%        | 3.8%                           | 3.5%        | 4.2%        |
| Tecidos, vestuário e calçados             | 0.7%                                   | -0.7%       | -3.2%        | 0.6%   | -0.2%       | -1.3%       | 6.2%                           | 4.7%        | 3.9%        |
| Móveis e eletrodomésticos                 | 0.0%                                   | 0.4%        | -2.7%        | -2.8%  | -1.7%       | -0.7%       | 9.2%                           | 9.6%        | 7.8%        |
| Artigos farmacêuticos                     | 1.2%                                   | 1.9%        | -2.4%        | 0.1%   | 1.5%        | 1.7%        | 4.4%                           | 5.5%        | 5.6%        |
| Livros, jornais, revistas e papelaria     | -1.0%                                  | 1.2%        | -6.7%        | -1.2%  | 0.0%        | -1.4%       | -5.1%                          | -5.2%       | -6.0%       |
| Equipamentos e materiais para escritório  | -4.1%                                  | 4.0%        | -4.2%        | 2.8%   | 4.5%        | 0.6%        | 0.1%                           | 0.0%        | -1.7%       |
| Outros artigos de uso pessoal e doméstico | 0.6%                                   | 0.0%        | 0.0%         | 2.3%   | 0.9%        | 2.5%        | 5.8%                           | 5.5%        | 5.9%        |
| Veículos, motocicletas, partes e peças    | 4.8%                                   | 1.2%        | -14.6%       | 8.4%   | 9.6%        | 3.6%        | 9.1%                           | 12.9%       | 12.6%       |
| Material de construção                    | -0.1%                                  | 0.8%        | -4.3%        | -2.2%  | -1.3%       | -1.9%       | 9.0%                           | 10.3%       | 9.3%        |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O volume de serviços, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE, registrou variação de -3,8% em relação a abril, em termos dessazonalizados, com perdas disseminadas em todos os segmentos pesquisados, destacando-se, em termos de magnitude, a registrada pelo segmento de “Transporte, serviços auxiliares aos transportes e correio” (Tabela 3). No trimestre encerrado em maio (frente aos três meses anteriores) o indicador agregado da PMS recuou 1,4%, intensificando a queda de abril (-0,7%).

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

| Indicadores  | Mês/ mês anterior (com ajuste sazonal) |             |              | Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal) |              |              | Variação acumulada em 12 meses |              |              |
|--|--|-------------|--------------|--|--------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------|
|  | mar/18                                 | abr/18      | mai/18       | mar/18   | abr/18       | mai/18       | mar/18                         | abr/18       | mai/18       |
| <b>Receita real de serviços</b>                            | <b>-0.3%</b>                           | <b>1.1%</b> | <b>-3.8%</b> | <b>-0.9%</b>                                       | <b>-0.7%</b> | <b>-1.4%</b> | <b>-2.1%</b>                   | <b>-1.4%</b> | <b>-1.6%</b> |
| Serviços prestados às famílias                             | 3.0%                                   | 1.6%        | -0.3%        | -1.2%  | 0.8%         | 3.5%         | -0.5%                          | -0.1%        | -0.4%        |
| Serviços de informação e comunicação                       | 1.8%                                   | -0.5%       | -0.4%        | -0.5%  | -0.4%        | 0.5%         | -2.8%                          | -2.6%        | -2.5%        |
| Serviços profissionais, administrativos e complementares   | -1.8%                                  | 1.5%        | -1.3%        | -0.9%  | -0.1%        | -0.8%        | -5.7%                          | -4.6%        | -4.5%        |
| Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio | -0.2%                                  | 0.7%        | -9.5%        | -0.3%  | -0.3%        | -3.3%        | 3.4%                           | 3.8%         | 2.8%         |
| Outros serviços  | -0.5%                                  | -0.6%       | -2.7%        | 2.4%   | 0.8%         | -1.5%        | -6.3%                          | -4.3%        | -3.9%        |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### Indústria

A produção industrial, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, caiu 11% na comparação com abril, em termos dessazonalizados. Os dados já divulgados de junho mostraram expansão de 13,1% na margem. Apesar da reação em “V” na dinâmica mensal, o volume produzido pela indústria no segundo trimestre diminuiu 2,5% em relação ao trimestre finalizado em março, influenciado essencialmente pelo desempenho dos setores da indústria de transformação (-2,9%). Exceto a categorias de bens de capital, as demais registraram perdas no nível de produção do segundo trimestre, com destaque, em termos de magnitude, para “Bens de consumo não duráveis” (-5,4%).

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

| Indicadores                  | Mês/ mês anterior (com ajuste sazonal) |               |              | Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal) |              |              | Variação acumulada em 12 meses |             |             |
|------------------------------|--|---------------|--------------|--|--------------|--------------|--------------------------------|-------------|-------------|
|                              | abr/18                                 | mai/18        | jun/18       | abr/18   | mai/18       | jun/18       | abr/18                         | mai/18      | jun/18      |
| <b>Produção industrial</b>   | <b>0.9%</b>                            | <b>-11.0%</b> | <b>13.1%</b> | <b>0.1%</b>  | <b>-3.6%</b> | <b>-2.5%</b> | <b>3.9%</b>                    | <b>2.9%</b> | <b>3.2%</b> |
| Indústria extrativa          | 0.0%                                   | 2.2%          | 0.3%         | -0.7%  | 2.2%         | 2.3%         | 0.7%                           | 0.5%        | 0.1%        |
| Indústria de transformação   | 1.0%                                   | -12.4%        | 14.4%        | 0.0%   | -4.0%        | -2.9%        | 4.4%                           | 3.3%        | 3.6%        |
| Bens de Capital              | 1.9%                                   | -18.8%        | 25.6%        | -0.7%  | 2.2%         | 2.3%         | 10.1%                          | 8.8%        | 9.5%        |
| Bens intermediários          | 1.6%                                   | -6.3%         | 7.4%         | 3.3%   | -1.3%        | -1.2%        | 2.5%                           | 1.8%        | 1.8%        |
| Bens de consumo duráveis     | 2.0%                                   | -26.1%        | 34.4%        | -1.7%  | -3.3%        | -1.3%        | 17.7%                          | 14.6%       | 15.4%       |
| Bens de consumo não duráveis | 1.1%                                   | -13.0%        | 15.7%        | 3.9%   | -6.1%        | -5.4%        | 2.4%                           | 1.4%        | 1.8%        |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A indústria brasileira segue operando com elevado grau de ociosidade. O nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria, calculado pela FGV, recuou 0,5 p.p. no trimestre encerrado em julho, atingindo 75,7% (em termos dessazonalizados) - patamar que se afasta da média histórica de 80,4% dos últimos 15 anos.

*Indicadores de confiança e incerteza*

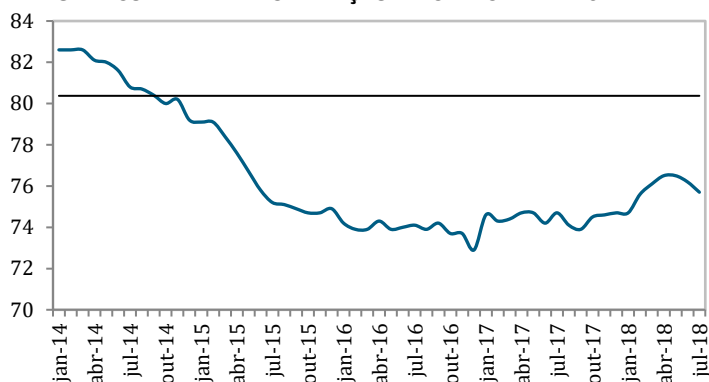
Os indicadores produzidos pela FGV apontaram reação moderada da confiança de empresários e consumidores e redução do grau de incerteza da economia em julho.

O Índice de Confiança Empresarial subiu 0,9 pontos entre junho e julho, atingindo 91,6 pontos, e o Índice de Confiança dos Consumidores avançou 2,1 pontos, alcançando o patamar de 84,2 pontos.

O Índice de Incerteza da Economia, por sua vez, diminuiu 8,3 pontos na mesma comparação (atingindo 116,8 pontos), porém em um patamar superior à média dos últimos 15 anos (101 pontos).

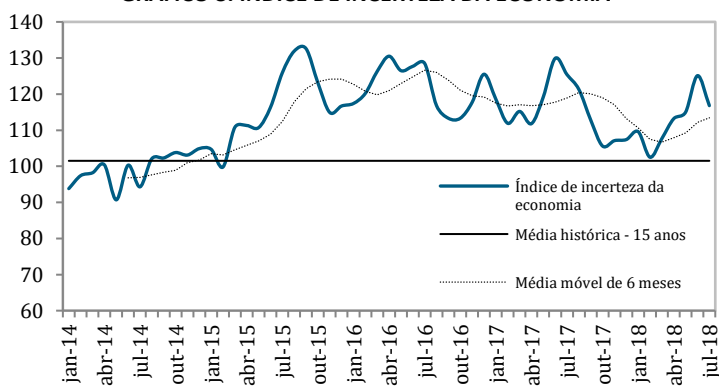
A indefinição do quadro eleitoral e a piora recente do cenário externo são fatores que contribuem para explicar a tendência de aumento do grau de incerteza nos últimos meses (expressa pelo indicador de média móvel semestral no Gráfico 3). Esse quadro tende a repercutir sobre as decisões de consumo e investimentos e, portanto, influenciar a velocidade de recuperação da economia.

**GRÁFICO 2. NÍVEL DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA**



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

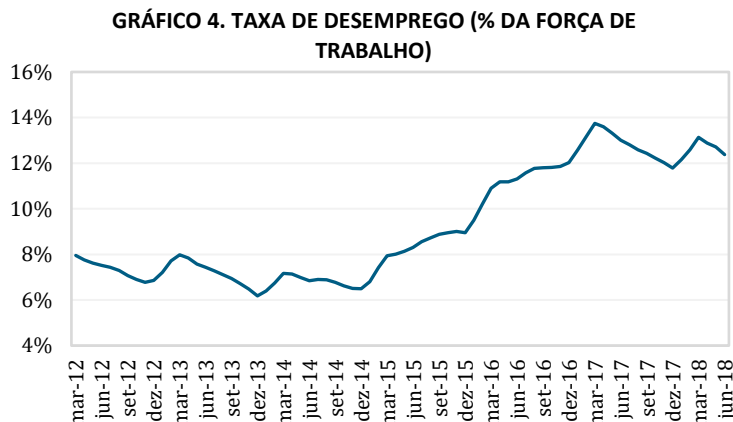
**GRÁFICO 3. ÍNDICE DE INCERTEZA DA ECONOMIA**



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

### 1.3 Mercado de trabalho

A manutenção da taxa de desemprego em patamar elevado em termos históricos reforça o tamanho da ociosidade presente na economia. O indicador divulgado pelo IBGE na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) atingiu 12,4% da força de trabalho no trimestre encerrado em junho, recuando 0,6 ponto percentual em comparação com o mesmo período de 2017. O total de pessoas desocupadas chegou a 12,9 milhões (520 mil a menos comparativamente a junho de 2017).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A diminuição da taxa de desemprego em termos anuais refletiu o crescimento da população ocupada (1,1%) em maior magnitude que a variação da população economicamente ativa (0,6%).

Na comparação com o mesmo trimestre de 2017 o crescimento do emprego total manteve a trajetória de desaceleração. Na abertura, cabe destacar a perda de ímpeto na geração de vagas sem carteira assinada e a redução do emprego com carteira assinada no setor privado.

**TABELA 5. 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/18                                     | mai/18        | jun/18        | abr/18                                     | mai/18      | jun/18      | abr/18                         | mai/18       | jun/18       |
| <b>População ocupada</b>  | <b>100.0%</b>                              | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>1.7%</b>                                | <b>1.3%</b> | <b>1.1%</b> | <b>1.4%</b>                    | <b>1.6%</b>  | <b>1.7%</b>  |
| Com carteira assinada no setor privado                                      | 36.1%                                      | 36.1%         | 36.0%         | -1.7%                                      | -1.5%       | -1.5%       | -2.1%                          | -2.0%        | -1.8%        |
| Sem carteira assinada no setor privado                                      | 12.0%                                      | 12.2%         | 12.0%         | 6.3%                                       | 5.7%        | 3.4%        | 5.8%                           | 5.7%         | 5.1%         |
| Trabalhador doméstico   | 6.8%                                       | 6.8%          | 6.8%          | 1.0%                                       | 0.1%        | 2.1%        | 1.5%                           | 2.0%         | 2.4%         |
| Setor público   | 12.5%                                      | 12.6%         | 12.7%         | 3.3%                                       | 2.9%        | 2.7%        | 2.2%                           | 2.1%         | 2.3%         |
| Empregador  | 4.8%                                       | 4.8%          | 4.8%          | 5.7%                                       | 5.6%        | 4.2%        | 6.2%                           | 5.9%         | 5.1%         |
| Conta Própria   | 25.4%                                      | 25.2%         | 25.3%         | 3.3%                                       | 2.5%        | 2.5%        | 3.3%                           | 3.7%         | 4.0%         |
| <b>Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social</b> | <b>63.5%</b>                               | <b>63.6%</b>  | <b>63.7%</b>  | <b>-0.2%</b>                               | <b>0.6%</b> | <b>0.2%</b> | <b>-0.9%</b>                   | <b>-0.6%</b> | <b>-0.5%</b> |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os ganhos de renda em termos reais continuam ocorrendo, mas os avanços seguem em ritmo moderado. Nos últimos 12 meses encerrados em junho, o rendimento médio do trabalho e a massa salarial avançaram, nessa ordem, 1,2% e 2,9% em termos reais. Os números detalhados na Tabela 6 apontam manutenção do poder de compra dos salários, sobretudo entre os grupos de maior remuneração.

**TABELA 6. RENDIMENTO MÉDIO REAL E MASSA SALARIAL**

| Indicadores de rendimento                                 | Valores        |                |                | Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior |             |             | Variação acumulada em 12 meses |             |             |
|---|----------------|----------------|----------------|--|-------------|-------------|--------------------------------|-------------|-------------|
|   | abr/18         | mai/18         | jun/18         | abr/18                                     | mai/18      | jun/18      | abr/18                         | mai/18      | jun/18      |
| <b>Rendimento médio nominal (em R\$)</b>                  | <b>2 182</b>   | <b>2 187</b>   | <b>2 198</b>   | <b>3.6%</b>                                | <b>3.7%</b> | <b>4.5%</b> | <b>4.8%</b>                    | <b>4.6%</b> | <b>4.2%</b> |
| <b>Rendimento médio real (em R\$)</b>                     | <b>2 201</b>   | <b>2 201</b>   | <b>2 198</b>   | <b>0.8%</b>                                | <b>0.9%</b> | <b>1.1%</b> | <b>1.9%</b>                    | <b>1.8%</b> | <b>1.2%</b> |
| Com carteira assinada no setor privado                    | 2 107          | 2 102          | 2 099          | 1.2%                                       | 1.0%        | 0.2%        | 2.6%                           | 2.4%        | 1.7%        |
| Sem carteira assinada no setor privado                    | 1 269          | 1 281          | 1 313          | 0.2%                                       | 1.4%        | 5.6%        | -0.7%                          | -0.5%       | 0.3%        |
| Trabalhador doméstico                                     | 891            | 887            | 873            | 1.9%                                       | 1.4%        | 0.2%        | 1.3%                           | 1.3%        | 1.0%        |
| Setor público   | 3 508          | 3 507          | 3 476          | 2.9%                                       | 3.1%        | 2.4%        | 1.0%                           | 1.0%        | 1.2%        |
| Empregador  | 5 431          | 5 488          | 5 319          | -5.5%                                      | -3.0%       | -4.6%       | 1.9%                           | 2.8%        | -1.1%       |
| Conta Própria   | 1 601          | 1 601          | 1 610          | 0.1%                                       | -0.1%       | 1.4%        | 0.1%                           | -0.1%       | 0.6%        |
| <b>Massa salarial em termos reais (em milhões de R\$)</b> | <b>194 677</b> | <b>195 105</b> | <b>195 651</b> | <b>2.5%</b>                                | <b>2.3%</b> | <b>2.3%</b> | <b>3.3%</b>                    | <b>3.3%</b> | <b>2.9%</b> |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### 1.4 Inflação e juros

A taxa de variação em doze meses registrada pelo IPCA subiu de 4,4% em junho para 4,5% em julho. Em linhas gerais, a mudança de patamar verificada em junho esteve associada principalmente ao efeito da greve dos caminhoneiros sobre os preços de alimentos, ao aumento da tarifa de energia elétrica e à influência da cotação internacional do preço do petróleo e da depreciação da taxa de câmbio sobre o preço doméstico da gasolina.

Em julho, houve devolução dos preços de alimentos *in natura* e queda nos preços dos combustíveis. A média dos núcleos de inflação calculados pelo Banco Central com o objetivo de captar a tendência dos preços minimizando a influência de itens de maior volatilidade passou de 2,7% em junho para 2,9% em julho. As medidas de núcleo que se mostram mais aderentes ao hiato do produto<sup>3</sup> sustentaram variação acumulada em doze meses ainda mais baixa, passando de 2,1% em junho para 2,2% em julho (ante 2,1% em maio).

**TABELA 7. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR**

| Inflação ao consumidor                                      | Variação acumulada em 12 meses |             |             |             |             |             |
|---|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | fev/18                         | mar/18      | abr/18      | mai/18      | jun/18      | jul/18      |
| <b>Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC</b>       | <b>1.8%</b>                    | <b>1.6%</b> | <b>1.7%</b> | <b>1.8%</b> | <b>3.5%</b> | <b>3.6%</b> |
| <b>Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA</b> | <b>2.8%</b>                    | <b>2.7%</b> | <b>2.8%</b> | <b>2.9%</b> | <b>4.4%</b> | <b>4.5%</b> |
| Preços administrados  | 7.3%                           | 7.1%        | 8.3%        | 8.1%        | 11.8%       | 11.3%       |
| Preços livres   | 1.4%                           | 1.3%        | 1.0%        | 1.1%        | 2.0%        | 2.2%        |
| Alimentação no domicílio                                    | -3.8%                          | -4.3%       | -4.7%       | -3.8%       | 0.1%        | 0.3%        |
| Industriais   | 0.9%                           | 1.2%        | 1.3%        | 1.3%        | 1.6%        | 1.7%        |
| Serviços  | 4.2%                           | 3.9%        | 3.5%        | 3.3%        | 3.2%        | 3.5%        |
| <b>Média dos núcleos de inflação</b>                        | <b>2.9%</b>                    | <b>2.8%</b> | <b>2.6%</b> | <b>2.6%</b> | <b>2.7%</b> | <b>2.9%</b> |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>3</sup> Para mais detalhes, ver: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/06/ri201806b5p.pdf>

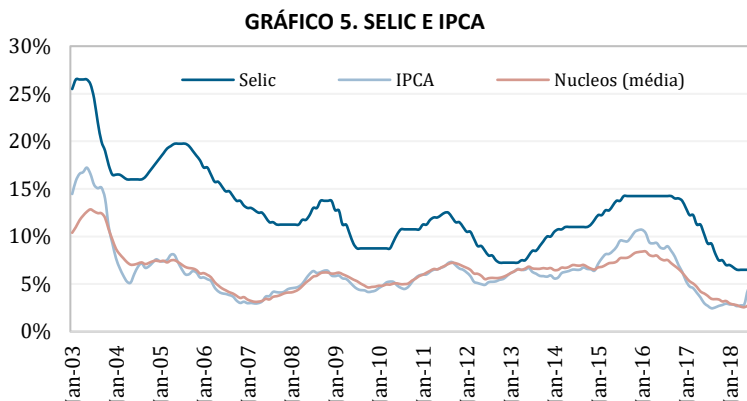
Depois de manter-se relativamente estável entre R\$ 3,10 e R\$ 3,30 até março, em abril de 2018, o país ingressou em nova fase de desvalorização cambial e a moeda brasileira atingiu o valor de R\$ 3,86 no final de julho. Nesse ambiente, o Comitê de Política Monetária (Copom) encerrou o ciclo de flexibilização monetária e sustentou a taxa Selic em 6,5% a.a. na última reunião.

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 grau de ociosidade dos fatores de produção, evidente nos patamares do NUCI e da taxa de desemprego.

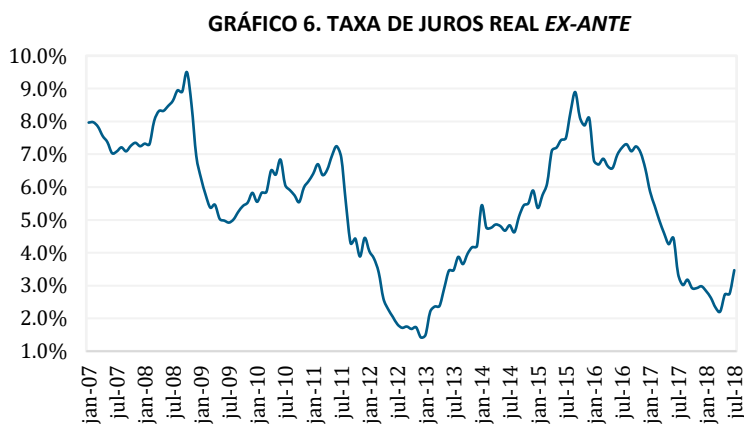
As estimativas de mercado para o IPCA de 2018 obtidas no Boletim Focus divulgado pelo Banco Central, que vinham oscilando ao redor de 3,5% entre abril e maio subiram continuamente desde então e atingiram 4,1% na primeira semana de agosto. Para 2019 e 2020 permanecem em 4,1% e 4,0%, respectivamente.

O Banco Central enfatizou em seu comunicado que o risco de alta para o cenário de inflação pode vir da frustração das expectativas sobre a implementação de ajustes subjacentes à consolidação fiscal. Esse risco é intensificado em uma conjuntura internacional mais desafiadora para as economias emergentes, marcada pela maior incerteza trazida por fatores geopolíticos e guerra comercial entre potências e pelas expectativas quanto à evolução da taxa de juros nos Estados Unidos.

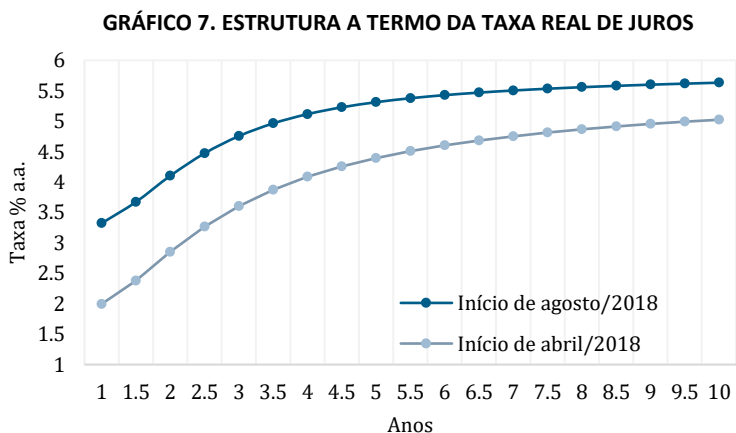
Como mostra o Gráfico 6, a taxa de juros real *ex-ante*<sup>4</sup> depois de ter atingido um ponto de mínimo em abril (2,2%), subiu para 3,5% em julho. Comparativamente a abril - período anterior à crise dos combustíveis e ao processo recente de desvalorização cambial-, as taxas de juros mais



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI



Fonte: Anbima e Banco Central. Elaboração: IFI.



<sup>4</sup> A taxa de juros *ex-ante* é medida pela taxa dos contratos futuros de DI de um ano deflacionada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses obtida na Pesquisa Focus.

longas (para as diferentes maturidades) também subiram de forma considerável (Gráfico 7).

### 1.5 Mercado de crédito

Os dados da Nota de Política Monetária e Operações de Crédito do Banco Central mostraram queda da razão entre o crédito e o PIB na comparação anual (de 47,9% em junho de 2017 para 46,8% em junho de 2018). Por outro lado, manteve-se a tendência de ampliação nas novas concessões de empréstimos.

**TABELA 8. VOLUME DE CRÉDITO (% PIB)**

| Tipo de crédito              | Volume de crédito (% PIB) |             |             |             |             |             |
|------------------------------|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                              | jun/13                    | jun/14      | jun/15      | jun/16      | jun/17      | jun/18      |
| <b>Recursos Livres</b>       | <b>28.4</b>               | <b>27.3</b> | <b>27.0</b> | <b>25.7</b> | <b>23.9</b> | <b>24.5</b> |
| Pessoas Jurídicas            | 14.3                      | 13.7        | 13.6        | 12.6        | 11.1        | 11.3        |
| Pessoas Físicas              | 14.1                      | 13.6        | 13.4        | 13.1        | 12.7        | 13.2        |
| <b>Recursos direcionados</b> | <b>21.5</b>               | <b>23.4</b> | <b>25.5</b> | <b>25.5</b> | <b>24.1</b> | <b>22.3</b> |
| Pessoas Jurídicas            | 12.8                      | 13.2        | 14.1        | 13.6        | 12.0        | 10.1        |
| Pessoas Físicas              | 8.8                       | 10.1        | 11.4        | 11.9        | 12.1        | 12.1        |
| <b>Recursos totais</b>       | <b>50.0</b>               | <b>50.7</b> | <b>52.5</b> | <b>51.2</b> | <b>47.9</b> | <b>46.8</b> |
| Pessoas Jurídicas            | 27.1                      | 27.0        | 27.7        | 26.2        | 23.1        | 21.5        |
| Pessoas Físicas              | 22.9                      | 23.7        | 24.8        | 25.0        | 24.8        | 25.3        |

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O aumento do fluxo de crédito na margem tem refletido essencialmente a dinâmica das operações com recursos livres<sup>5</sup> (6,6%, no acumulado em 12 meses encerrados em junho), uma vez que as novas concessões de crédito com recursos direcionados<sup>6</sup> (-9,7%) continuam em queda, influenciadas pela menor presença do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A Tabela 9 exhibe as variações acumuladas nos últimos 12 meses (em termos reais) para pessoas físicas e jurídicas, separadas entre os recursos livres e direcionados.

<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.

<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.



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

| Tipo de crédito              | Variação acumulada em 12 meses |               |              |              |              |              |
|------------------------------|--------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                              | jan/18                         | fev/18        | mar/18       | abr/18       | mai/18       | jun/18       |
| <b>Recursos Livres</b>       | <b>1.8%</b>                    | <b>4.2%</b>   | <b>4.0%</b>  | <b>6.3%</b>  | <b>6.6%</b>  | <b>6.6%</b>  |
| Pessoas Jurídicas            | -3.2%                          | -0.3%         | 0.2%         | 3.7%         | 5.5%         | 5.9%         |
| Pessoas Físicas              | 5.9%                           | 7.9%          | 7.0%         | 8.4%         | 7.6%         | 7.1%         |
| <b>Recursos direcionados</b> | <b>-10.4%</b>                  | <b>-10.9%</b> | <b>-9.9%</b> | <b>-9.3%</b> | <b>-9.5%</b> | <b>-9.7%</b> |
| Pessoas Jurídicas            | -20.2%                         | -20.7%        | -18.6%       | -19.4%       | -19.1%       | -19.1%       |
| Pessoas Físicas              | -0.8%                          | -1.3%         | -1.6%        | 0.3%         | -0.5%        | -1.1%        |
| <b>Recursos totais</b>       | <b>0.5%</b>                    | <b>2.6%</b>   | <b>2.5%</b>  | <b>4.7%</b>  | <b>4.9%</b>  | <b>4.9%</b>  |
| Pessoas Jurídicas            | -5.2%                          | -2.7%         | -2.0%        | 1.1%         | 2.7%         | 3.1%         |
| Pessoas Físicas              | 5.3%                           | 7.0%          | 6.2%         | 7.6%         | 6.8%         | 6.3%         |

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

### 1.6 Simulação dos parâmetros macroeconômicos

Além de revisões na taxa de câmbio, IPCA, taxa de juros, crescimento do PIB real e da massa salarial, no curto prazo, principalmente, autorizadas pela incorporação dos dados realizados e o maior nível de incerteza presente na atual conjuntura, destacamos que o patamar do PIB nominal foi elevado em todo horizonte preditivo devido à expectativa de que a taxa de variação do deflator do PIB (medida ampla de inflação obtida nas Contas Nacionais) cresça acima da taxa de variação do IPCA. A análise apresentada na Nota Técnica nº 18, a respeito das diferenças entre as duas medidas de inflação, indica que o deflator deverá evoluir 0,6 ponto percentual (p.p.) acima da inflação ao consumidor nos próximos anos<sup>7</sup>.

**TABELA 10. ESTIMATIVAS DOS PARÂMETROS MACROECONÔMICOS**

| Versão Atual                                 | Cenário Base |             |             |             |             |                  | Cenário Otimista |             |                  | Cenário Pessimista |             |                  |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------------|-------------|------------------|--------------------|-------------|------------------|
|  | 2015         | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020-2030        | 2018             | 2019        | 2020-2030        | 2018               | 2019        | 2020-2030        |
| PIB nominal (R\$ bilhões)                    | 5.996        | 6.259       | 6.560       | 6.971       | 7.471       | 11.360           | 6.959            | 7.446       | 11.950           | 6.975              | 7.443       | 11.862           |
| 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 (%)        | 0.4          | -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        | 4.0         | 4.1         | 4.0              | 3.7              | 3.4         | 3.7              | 4.3                | 4.7         | 5.7              |
| Deflator do PIB (%)                          | 7.57         | 8.14        | 3.78        | 4.6         | 4.7         | 4.6              | 4.3              | 3.9         | 4.3              | 4.8                | 5.3         | 6.3              |
| Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)   | 3.90         | 3.26        | 3.31        | 3.69        | 3.61        | 4.02             | 3.54             | 3.32        | 3.56             | 3.73               | 3.76        | 4.56             |
| Selic - final de período (%)                 | 14.25        | 13.75       | 7.00        | 6.50        | 8.00        | 8.50             | 6.50             | 7.00        | 7.00             | 7.50               | 9.50        | 11.86            |
| 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              |
| Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período | 523          | 328         | 240         | 270         | 250         | 250              | 250              | 200         | 190              | 350                | 350         | 350              |
| <b>Versão passada (RAF 16)</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 nominal (R\$ bilhões)                    | 5.996        | 6.259       | 6.560       | 6.970       | 7.418       | 10.970           | 6.984            | 7.471       | 11.738           | 6.986              | 7.446       | 11.563           |
| 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              |
| Massa salarial - Crescimento real (%)        | 0.4          | -3.4        | 2.3         | 3.0         | 2.8         | 2.0              | 4.2              | 4.9         | 2.6              | 2.7                | 1.8         | 1.5              |
| 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              |
| Deflator do PIB (%)                          | 7.57         | 8.14        | 3.78        | 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             | 3.3              | 3.3         | 3.5              | 3.71               | 3.84        | 4.79             |
| Selic - final de período (%)                 | 14.25        | 13.75       | 7.00        | 6.25        | 7.50        | 8.50             | 6.0              | 6.0         | 7.0              | 8.5                | 9.5         | 11.9             |
| 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              |
| Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período | 523          | 328         | 240         | 265         | 261         | 239              | 234              | 220         | 194              | 349                | 354         | 366              |

Elaboração: IFI.

<sup>7</sup> Os exercícios realizados mostraram que a contribuição do deflator do consumo das famílias na dinâmica do deflator do PIB ao longo dos anos foi relevante e que uma parte substancial da divergência histórica entre o deflator do consumo das famílias e o IPCA decorre de um efeito de escopo, associado basicamente aos itens aluguel imputado e serviços de intermediação financeira indiretamente medidos. Para mais detalhes, ver: [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/544424/NT18\\_2018.pdf?sequence=1](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/544424/NT18_2018.pdf?sequence=1).

As simulações foram construídas para três cenários considerando-se uma hipótese quanto à evolução do prêmio de risco e, na sequência, foram derivados os efeitos sobre a taxa de câmbio, a inflação, a taxa de juros, o PIB e seus componentes e a massa salarial, a partir de um conjunto de regressões construído em bases trimestrais<sup>8</sup>.

A Tabela 10 mostra a comparação das estimativas atuais para cada um dos três cenários com as que foram apresentadas no RAF 16. No cenário base, espera-se que a ociosidade da economia (medida pelo hiato do produto) seja eliminada ao final de 2021, momento a partir do qual o PIB passa a evoluir em linha com o seu crescimento potencial<sup>9</sup> (estimado em 2,2%). No cenário otimista, considerando-se que o prêmio de risco caminhe para um patamar mais próximo de 200 pontos, o ambiente é mais propício ao crescimento econômico, havendo maior fôlego para a retomada do nível de atividade. Nesse cenário, o crescimento do PIB potencial é estimado em 3,5%. No cenário pessimista, em que o prêmio de risco converge para um patamar mais próximo de 400 pontos, a taxa de juros é mais elevada, restringindo a perspectiva de crescimento econômico (1,3% em média entre 2020 e 2030).

---

<sup>8</sup> São consideradas também as estimativas mais atuais do Congressional Budget Office (CBO) para a taxa de juros e a inflação norte-americana (CPI) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) para o crescimento da economia mundial.

<sup>9</sup> A estimativa do crescimento potencial é realizada a partir da abordagem da função de produção, levando-se em conta uma hipótese para a evolução da produtividade total dos fatores e estimativas para o crescimento da força de trabalho e do estoque de capital.