

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

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

A recuperação em curso do nível de atividade, dentro do contexto de redução substancial da taxa básica de juros, tem sido acompanhada por uma trajetória de queda da taxa de desemprego, de diminuição das taxas das operações de crédito e de incremento das novas concessões de empréstimos. A reação do mercado de crédito, que é um canal importante de transmissão dos impulsos da política monetária à economia real, atuando como fator de estímulo à demanda doméstica, reforça a perspectiva de aceleração do crescimento do PIB em 2018.

Importante ressaltar, no entanto, que os indicadores agregados de atividade econômica de frequência mensal, que permitem avaliar o estado da economia, iniciaram o ano de 2018 mais fracos, interrompendo uma sequência de resultados positivos delineada desde setembro de 2017. Em paralelo, o processo de queda da taxa de desemprego, apurada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), segue explicado pelo avanço das ocupações sem carteira assinada e por conta própria, categorias que detêm rendimento abaixo do salário médio da economia, enquanto que, no mercado de crédito, as taxas médias dos juros bancários voltaram a subir em janeiro e fevereiro, após queda contínua desde março de 2017. A projeção da IFI para o PIB de 2018 segue em 2,7%, após crescimento de 1,0% em 2017. Porém, em conjunto, esses fatores podem influenciar a intensidade do processo de retomada da atividade e, por essa razão, devem continuar a ser monitorados.

### 1.1 Atividade econômica

Como se pode ver na Tabela 1, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) <sup>1</sup> recuou 0,6% em relação a dezembro de 2017. 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), registrou queda de 0,3%, influenciado, entre os componentes da oferta, pelo enfraquecimento da indústria (-0,2%) e dos serviços (-0,5%). Entre os componentes da demanda agregada da economia, o resultado negativo no mês foi determinado pelas rubricas de consumo das famílias (-0,6%), formação bruta de capital fixo (-2,8%) e exportação de bens e serviços (-6,0%).

**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		
	nov/17	dez/17	jan/18	nov/17	dez/17	jan/18	nov/17	dez/17	jan/18
<b>IBC-Br</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Monitor do PIB</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,0%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,2%</b>
Oferta - Agropecuária	2,8%	4,9%	4,1%	-2,7%	-0,2%	5,5%	12,1%	13,0%	12,5%
Oferta - Indústria	0,0%	0,3%	-0,2%	1,4%	1,4%	0,9%	-0,2%	0,0%	0,4%
Oferta - Serviços	0,2%	0,4%	-0,5%	0,3%	0,4%	0,4%	0,0%	0,3%	0,4%
Demanda - Consumo das Famílias	0,5%	0,1%	-0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	1,0%	1,3%
Demanda - Consumo do Governo	1,0%	0,2%	0,3%	0,0%	0,2%	0,9%	-0,5%	-0,6%	-0,7%
Demanda - Formação Bruta de Capital Fixo	0,7%	2,7%	-2,8%	2,6%	3,0%	2,1%	-2,2%	-1,8%	-1,1%
Demanda - Exportação	-4,2%	-0,2%	-6,0%	-1,5%	-2,1%	-5,7%	3,8%	5,2%	5,1%
Demanda - Importação	4,5%	3,6%	-1,3%	5,4%	3,6%	5,1%	5,6%	5,0%	4,1%

Fonte: Banco Central e FGV. Elaboração: IFI.

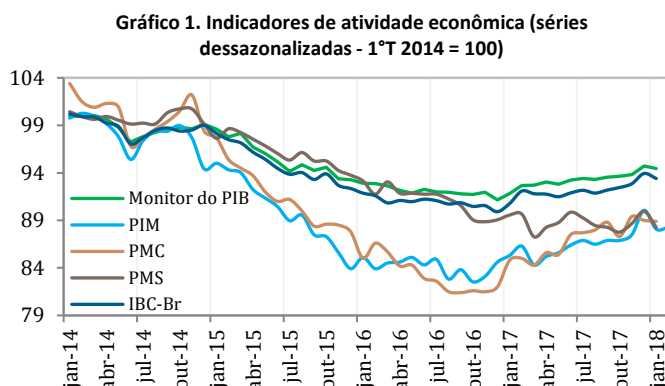
O arrefecimento dos indicadores de atividade no início do primeiro trimestre não foi suficiente para reverter o processo de recuperação do crescimento econômico consolidado desde o início do ano passado, quando o Comitê de Datação dos

<sup>1</sup> Apesar de ser calculado a partir de variáveis representativas da produção dos três setores econômicos (agricultura, indústria e serviços), o Banco Central divulga apenas o índice agregado.

Ciclos Econômicos (CODACE) da FGV, a partir da análise de um conjunto amplo de variáveis, apontou a entrada do país em um período de expansão. Quando analisadas por métricas que suavizam as oscilações dos dados de periodicidade mensal, permitindo uma análise mais clara sobre a tendência das séries históricas, as variações dos indicadores agregados seguem positivas (apresentadas também na Tabela 1). No trimestre encerrado em janeiro de 2018, ante o finalizado em outubro de 2017, o IBC-Br aumentou 1,3% enquanto o Monitor do PIB-FGV subiu 0,9%. Nos últimos doze meses encerrados em janeiro de 2018, ambos os indicadores acumulam alta de 1,2%.

O padrão observado nos índices agregados no início do primeiro trimestre acompanhou o desempenho das pesquisas conjunturais relativas ao comércio, serviços e indústria, conforme se pode ver no Gráfico 1.

Em janeiro, o volume de vendas no comércio varejista ampliado, segundo dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, ficou praticamente estável na comparação com dezembro de 2017 (queda de 0,1%), após decréscimo de 0,4% no mês anterior (Tabela 2). Apesar da acomodação na comparação mensal, no trimestre encerrado em janeiro de 2018, ante o finalizado em outubro de 2017, o indicador continuou evoluindo positivamente (1,2%), com destaque, em termos de contribuição, para os avanços registrados em “Hipermercados e supermercados” (0,9%) e “Veículos motocicletas, partes e peças” (1,5%). Nos últimos doze meses encerrados em janeiro de 2018, o índice do comércio varejista acumula alta de 4,6%, com crescimento disseminado em sete das dez atividades investigadas.



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		
	nov/17	dez/17	jan/18	nov/17	dez/17	jan/18	nov/17	dez/17	jan/18
<b>Vendas no varejo ampliado</b>	<b>2,4%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,6%</b>
Combustíveis e lubrificantes	-2,0%	-1,0%	-0,3%	-2,9%	-1,3%	-1,7%	-3,2%	-3,3%	-3,1%
Hipermercados e supermercados	1,0%	-1,7%	2,3%	1,9%	0,9%	0,9%	0,6%	1,5%	1,7%
Tecidos, vestuário e calçados	0,0%	0,6%	0,9%	-3,1%	-2,9%	-0,8%	4,9%	7,6%	7,7%
Móveis e eletrodomésticos	4,5%	-3,5%	-2,3%	-0,6%	-1,4%	-1,0%	7,5%	9,5%	9,6%
Artigos farmacêuticos	1,2%	1,4%	-2,5%	2,6%	2,5%	2,0%	1,3%	2,5%	3,1%
Livros, jornais, revistas e papelaria	1,2%	-3,9%	0,3%	-4,3%	-1,9%	-1,1%	-4,6%	-4,1%	-3,7%
Equipamentos e materiais para escritório	-5,7%	-0,8%	3,7%	-4,7%	-4,4%	-3,3%	-1,2%	-3,1%	-2,3%
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	4,8%	-7,2%	6,8%	2,2%	-0,4%	1,0%	1,6%	2,1%	3,2%
Veículos, motocicletas, partes e peças	1,3%	-0,1%	3,8%	1,1%	0,2%	1,5%	0,8%	2,7%	4,5%
Material de construção	2,2%	-1,8%	-0,2%	2,3%	0,9%	0,4%	8,2%	9,1%	9,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Ainda em janeiro, o volume de serviços, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS-IBGE), registrou queda de 1,9% frente a dezembro de 2017, devolvendo grande parte do ganho acumulado em novembro (1,0%) e dezembro (1,5%), conforme dados consolidados na Tabela 3. O indicador cresceu 0,9% no trimestre encerrado em janeiro de 2018, ante o finalizado em outubro de 2017, com destaque para os avanços registrados em “Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio” (0,9%) e “Outros Serviços” (0,8%). Nos últimos doze meses encerrados em janeiro de 2018, o índice do volume de serviços ainda acumula contração de 2,7%, com queda disseminada em quatro das cinco atividades investigadas.

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

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

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Além da queda no volume de serviços, o nível de atividade em janeiro também foi impactado pela queda da produção industrial. As informações do setor disponíveis para o mês de fevereiro, na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, apontam ligeira expansão no cômputo mensal (0,2%), insuficiente para recuperar a perda de janeiro. 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. PRODUÇÃO INDUSTRIAL: 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 estado da economia em março, sintetizadas na Tabela 5, trouxeram resultados mistos, com avanços mensais nos índices de confiança de empresários e consumidores e na utilização da capacidade instalada, contrastados pela ampliação do índice de incerteza da economia.

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

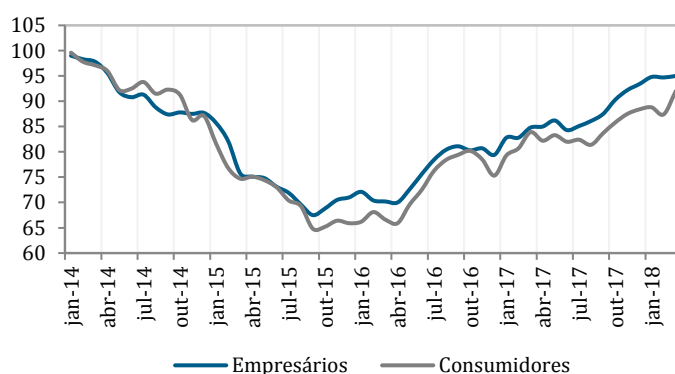
Indicadores	Nível			Variação mensal (em pontos)			Variação trimestral (em pontos)		
	jan/18	fev/18	mar/18	jan/18	fev/18	mar/18	jan/18	fev/18	mar/18
Índice de confiança do consumidor (pontos)	88,8	87,4	92,0	0,4	-1,4	4,6	4,6	2,5	2,2
Índice de confiança empresarial (pontos)	94,8	94,7	95,0	1,4	-0,1	0,3	5,5	4,3	2,9
Nível de utilização da capacidade instalada no setor industrial (percentual)	74,7	75,6	76,1	0,0	0,9	0,5	0,5	0,7	0,9
Índice de incerteza da economia (pontos)	109,6	102,5	107,7	2,2	-7,1	5,2	-5,2	-2,0	-0,1

Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

O Índice de Confiança do Consumidor aumentou de 87,4 pontos em fevereiro para 92 pontos em março. No trimestre encerrado em março de 2018, comparativamente ao finalizado em dezembro de 2017, o ICC apresentou alta de 2,2 pontos. Já o Índice de Confiança Empresarial, que agrega informações de quatro setores produtivos, subiu apenas discretamente no cômputo mensal, de 94,7 pontos em fevereiro para 95 pontos em março. No trimestre encerrado em março de 2018, comparativamente ao finalizado em dezembro de 2017, o ICE aumentou 2,9 pontos.

O Gráfico 2 mostra a evolução dos índices de confiança a partir de janeiro de 2014. A tendência de aumento da confiança dos agentes em curso já desde o final de 2015, em linhas gerais, condiz com o processo de queda da inflação, redução da taxa básica de juros da economia (entre setembro de 2016 e março de 2017 a Selic foi reduzida em 775 pontos, de 14,25% a.a. para 6,5% a.a.) e com a melhora nos indicadores do mercado de trabalho, evidente na ampliação da massa salarial em termos reais.

**Gráfico 2. Índice de confiança dos consumidores e empresários**



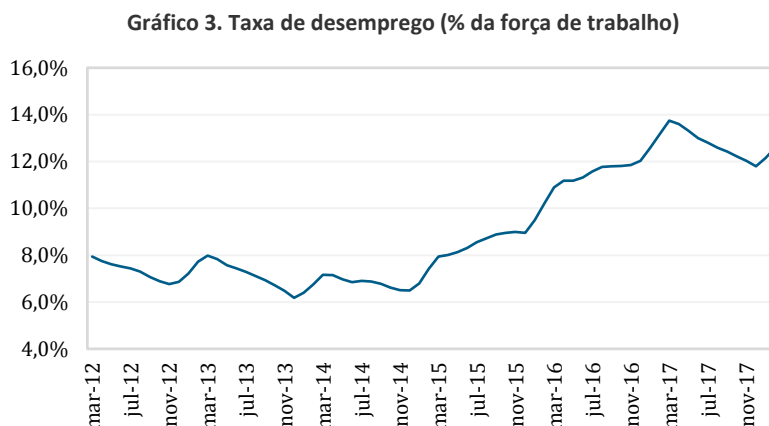
Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

## 1.2 Mercado de trabalho

A recuperação do nível de atividade tem sido acompanhada pela evolução positiva do mercado de trabalho. A taxa de desemprego apurada pela PNAD Contínua atingiu 12,6% no trimestre encerrado em fevereiro, recuando 0,6 ponto percentual na comparação com o mesmo período do ano anterior.

Como se observa no Gráfico 3, a queda consistente do indicador, quando comparada com o mesmo período do ano anterior, começou a ser materializada no início de 2017, na medida em que as pessoas buscando emprego começaram a encontrar ocupação.

Na composição do emprego, por sua vez, ainda prevalece o avanço de posições sem carteira assinada e por conta própria. Apesar de representem ocupações desprotegidas da legislação trabalhista, a incorporação de trabalhadores no mercado informal teve o papel de atenuar os impactos da crise econômica sobre o mercado de trabalho. A população ocupada sem carteira assinada no setor privado e por conta própria subiram, nessa ordem, 5,3% e 2,3% nos últimos 12 meses encerrados em fevereiro, enquanto a população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 2,5% (Tabela 6).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**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		
	fev/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18
<b>População ocupada</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,9%</b>
Com carteira assinada no setor privado	37,8%	36,3%	36,4%	-2,0%	-1,7%	-1,8%	-2,8%	-2,6%	-2,5%
Sem carteira assinada no setor privado	11,5%	12,0%	11,8%	5,7%	5,6%	5,0%	5,5%	5,1%	5,3%
Trabalhador doméstico	6,8%	6,9%	6,9%	4,3%	4,4%	4,2%	0,1%	0,7%	1,4%
Setor público	12,1%	12,3%	12,3%	2,0%	2,9%	3,3%	0,6%	1,3%	1,3%
Empregador	4,6%	4,8%	4,8%	6,3%	4,3%	5,5%	8,4%	7,4%	6,8%
Conta Própria	24,8%	25,3%	25,4%	4,8%	4,4%	4,4%	0,7%	1,7%	2,3%
<b>Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social</b>	<b>65,2%</b>	<b>63,5%</b>	<b>63,7%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-1,5%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A Tabela 6 também mostra que o avanço relativo do mercado informal em detrimento das ocupações com carteira assinada no setor privado (que, em fevereiro de 2017 respondiam a 37,8% do total de ocupados, passando para 36,4% em fevereiro de 2018) fez com que o percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social diminuísse na comparação com fevereiro do ano passado (65,2% x 63,7%).

Os dados PNAD Contínua permitem visualizar que a melhora do emprego, no ano passado, ocorreu, principalmente, na Unidades da Federação (UFs) das regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste, prevalecendo o padrão nacional, caracterizado pelo avanço das ocupações associadas à informalidade.

A Tabela 7 exhibe as taxas de crescimento da população ocupada para cada uma das UFs. Considerando a variação acumulada nos últimos doze meses encerrados em dezembro do ano passado, as UFs que tiveram maior destaque em termos de geração foram: Goiás (3,2%), Santa Catarina (3,1%) e Espírito Santo (3,1%). Nota-se, por outro lado, uma dinâmica negativa do emprego sobretudo em UFs da região nordeste, com destaque para Alagoas (-7,3%) e Piauí (-4,5%), inclusive sem absorção no mercado informal.

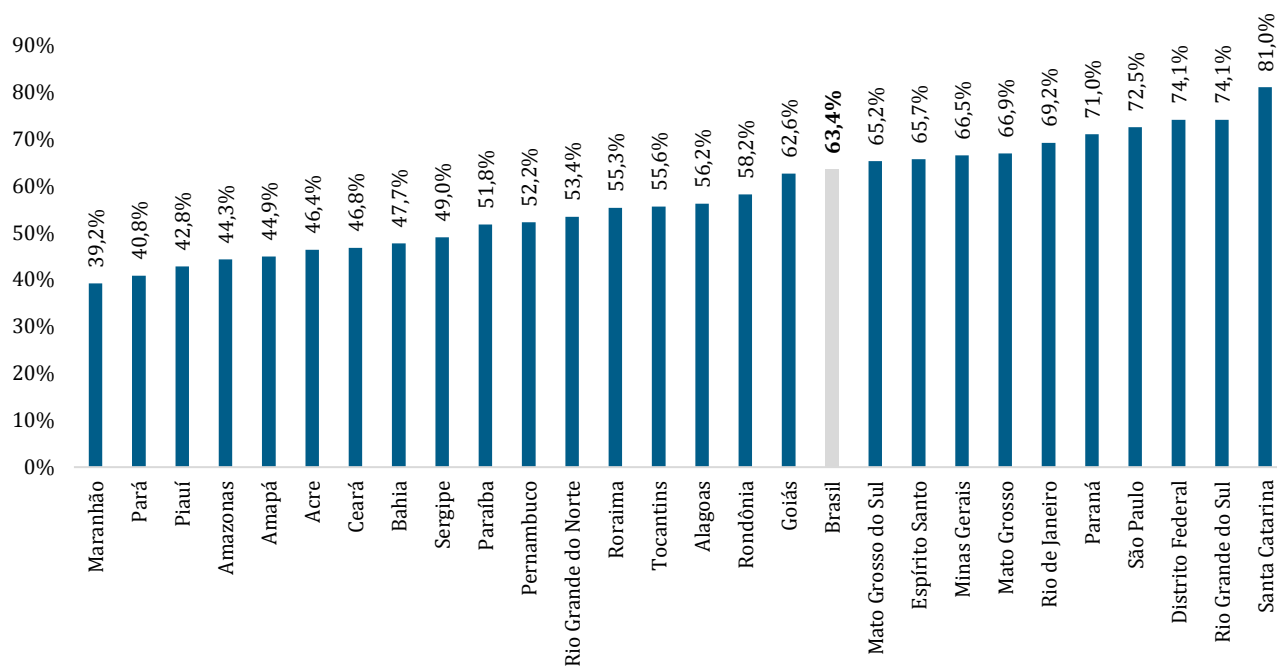
TABELA 7. POPULAÇÃO OCUPADA (PO) POR UFS (VAR. % NOS ÚLTIMOS 12 MESES ENCERRADOS EM DEZ/17)

	PO	PO com carteira assinada	PO sem carteira	PO conta própria
<b>Brasil</b>	<b>0,3%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>0,7%</b>
<b>Norte</b>				
Rondônia	0,8%	-1,1%	6,9%	-5,2%
Acre	0,6%	-1,2%	9,3%	-0,6%
Amazonas	-0,1%	-0,1%	-6,7%	-5,5%
Roraima	-0,1%	-1,7%	7,5%	-1,5%
Pará	0,5%	-4,1%	4,0%	1,1%
Amapá	1,1%	-6,3%	7,5%	1,4%
Tocantins	-1,1%	-7,3%	-9,4%	-1,8%
Maranhão	-4,0%	1,7%	8,7%	-16,0%
Piauí	-4,5%	-10,5%	-4,2%	-5,8%
<b>Nordeste</b>				
Ceará	2,1%	-0,7%	2,3%	-3,0%
Rio Grande do Norte	-0,5%	-7,3%	12,0%	-4,8%
Paraíba	1,0%	-5,6%	-3,0%	4,1%
Pernambuco	-2,9%	-8,3%	-3,1%	-3,0%
Alagoas	-7,3%	-6,7%	-3,2%	-10,9%
Sergipe	-2,0%	-4,4%	9,6%	-8,4%
Bahia	-2,3%	-3,4%	1,9%	-6,2%
<b>Sudeste</b>				
Minas Gerais	0,5%	-4,4%	9,5%	0,2%
Espírito Santo	3,1%	-1,4%	5,0%	4,6%
Rio de Janeiro	0,0%	-5,7%	8,8%	7,8%
São Paulo	1,4%	-1,5%	10,9%	5,9%
<b>Sul</b>				
Paraná	0,1%	-4,3%	6,6%	5,8%
Santa Catarina	3,1%	2,6%	8,9%	1,2%
Rio Grande do Sul	0,1%	-3,0%	7,9%	3,4%
<b>Centro-Oeste</b>				
Mato Grosso do Sul	0,6%	0,6%	-4,5%	5,2%
Mato Grosso	1,5%	2,0%	4,1%	0,6%
Goiás	3,2%	-1,2%	2,7%	5,0%
Distrito Federal	1,6%	-1,6%	17,7%	7,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A distribuição por UFs da parcela da população ocupada que contribui para a previdência social encontra-se no Gráfico 4, onde é possível notar a grande disparidade entre as regiões do país.

**Gráfico 4. Proporção da população ocupada que contribui para instituto de previdência - Brasil e UFs**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os ganhos de renda em termos reais continuam ocorrendo, beneficiados pela desaceleração da inflação. Como resultado, observa-se importante crescimento da massa salarial (a renda média multiplicada pelo número de pessoas ocupadas) oriunda do trabalho na economia. Nos últimos 12 meses encerrados em fevereiro, o rendimento médio do trabalho e massa salarial avançaram, nessa ordem, 2,2% e 3,0%. Os números detalhados na Tabela 8 apontam, no entanto, que os ganhos reais de renda do trabalho acumulados nos últimos 12 meses encerrados em fevereiro seguem concentrados nos grupos de remuneração mais elevada: empregados com carteira de trabalho no setor privado e empregadores.

**TABELA 8. RENDIMENTO MÉDIO REAL E MASSA SALARIAL**

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18	dez/17	jan/18	fev/18
<b>Rendimento médio real (em R\$)</b>	<b>2.168</b>	<b>2.176</b>	<b>2.186</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,2%</b>
Com carteira assinada no setor privado	2.105	2.104	2.097	3,5%	3,6%	2,6%	2,4%	2,5%	2,5%
Sem carteira assinada no setor privado	1.186	1.206	1.207	-1,8%	-2,1%	-3,4%	1,1%	0,3%	-0,8%
Trabalhador doméstico	858	861	868	1,4%	1,8%	2,0%	0,8%	0,9%	1,1%
Setor público	3.356	3.409	3.453	-0,1%	-0,1%	0,5%	1,5%	0,9%	0,7%
Empregador	5.593	5.600	5.635	-1,6%	-1,1%	0,1%	3,7%	4,9%	4,3%
Conta Própria	1.577	1.589	1.594	1,2%	1,2%	1,4%	-0,6%	0,0%	-0,3%
<b>Massa salarial (em milhões de R\$)</b>	<b>194.662</b>	<b>194.480</b>	<b>194.071</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>

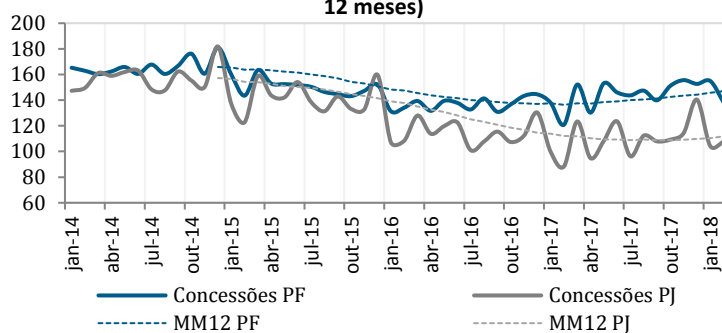
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### 1.3 Mercado de crédito

Pelos dados da Nota de Política Monetária e Operações de Crédito do Banco Central, nota-se que, a despeito da queda na razão entre crédito e PIB<sup>2</sup> (de 48,6% em fevereiro de 2017 para 46,4% em fevereiro de 2018), há um claro movimento de elevação das novas concessões de empréstimos – já consolidado no caso das pessoas físicas e ainda incipiente no âmbito do crédito corporativo (Gráfico 5).

A recuperação da atividade econômica, portanto, tem sido acompanhada pelo aumento do fluxo de crédito, que reflete a dinâmica das operações com recursos livres<sup>3</sup> (4,2% no acumulado em 12 meses em fevereiro) para pessoas físicas (7,9%). As novas concessões para as pessoas jurídicas (-2,7%) mantiveram o perfil de variações negativas, embora com comportamento distinto quando se compara os recursos livres (-0,3%) e direcionados<sup>4</sup> (-20,7%). A tabela 9 exhibe as variações acumuladas nos últimos 12 meses (em termos reais) para pessoas físicas e jurídicas, separadas também entre os recursos livres e direcionados.

**Gráfico 5. Novas concessões de crédito (R\$ bilhões e média móvel 12 meses)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

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

Novas concessões de crédito	Variação acumulada em 12 meses					
	set/17	out/17	nov/17	dez/17	jan/18	fev/18
<b>Recursos Livres</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>4,2%</b>
Pessoas Jurídicas	-10,0%	-8,3%	-6,8%	-4,0%	-3,2%	-0,3%
Pessoas Físicas	2,1%	3,4%	4,4%	5,3%	5,9%	7,9%
<b>Recursos direcionados</b>	<b>-14,7%</b>	<b>-11,4%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-10,9%</b>
Pessoas Jurídicas	-27,1%	-24,0%	-23,1%	-20,5%	-20,2%	-20,7%
Pessoas Físicas	-0,8%	2,4%	2,8%	-0,4%	-0,8%	-1,3%
<b>Recursos totais</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,6%</b>
Pessoas Jurídicas	-12,2%	-10,2%	-8,7%	-6,0%	-5,2%	-2,7%
Pessoas Físicas	1,8%	3,3%	4,2%	4,8%	5,3%	7,0%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

<sup>2</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>3</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.

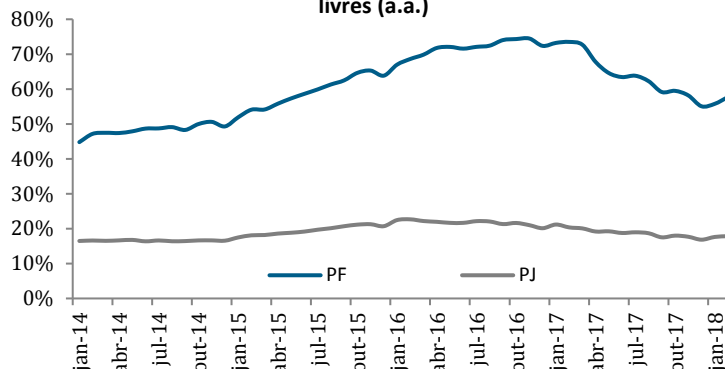
<sup>4</sup> Ainda de acordo com o Banco Central, os recursos direcionados correspondem às operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas a recursos orçamentários, destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazo aos setores imobiliário, 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.



O aumento das novas concessões, por outro lado, foi acompanhado pela elevação das taxas médias de juros nos meses de janeiro e fevereiro (Tabela 10). A taxa de juros com recursos livres para pessoas físicas aumentou de 55,8% em janeiro para 57,7% em fevereiro, interrompendo a trajetória de queda consistente com o ciclo de afrouxamento da política monetária, verificada continuamente desde março de 2017.

A elevação observada em janeiro e fevereiro da taxa de juros com recursos livres para pessoas físicas, refletindo alta do *spread* (a diferença entre a taxa média de juros e o custo de captação de recursos pelo banco), ainda é incipiente; porém é importante que seja monitorada (no sentido de se configurar nova tendência) para que a reativação sustentável do crédito possa ter efeito mais amplo sobre a atividade econômica.

Gráfico 6. Taxas de juros das operações de crédito com recursos livres (a.a.)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

TABELA 10. TAXAS DE JUROS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO

	Taxa média de juros (a.a.)					
	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dec-17	Jan-18	Feb-18
<b>Recursos Livres</b>	<b>43.3%</b>	<b>43.6%</b>	<b>42.8%</b>	<b>40.3%</b>	<b>41.1%</b>	<b>42.2%</b>
Pessoas Jurídicas	23.2%	23.3%	22.9%	21.6%	22.3%	22.2%
Pessoas Físicas	59.2%	59.5%	58.2%	55.1%	55.8%	57.7%
<b>Recursos direcionados</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.7%</b>
Pessoas Jurídicas	10.7%	11.7%	11.4%	10.8%	11.7%	12.2%
Pessoas Físicas	8.4%	8.5%	7.9%	8.0%	8.2%	8.2%
<b>Recursos totais</b>	<b>27.0%</b>	<b>27.4%</b>	<b>26.9%</b>	<b>25.6%</b>	<b>26.2%</b>	<b>26.9%</b>
Pessoas Jurídicas	17.5%	18.0%	17.7%	16.8%	17.6%	17.9%
Pessoas Físicas	33.9%	34.2%	33.4%	31.9%	32.3%	33.3%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI