

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

Retomada da atividade econômica evidenciada pelo IBC-Br ainda é gradual. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), construído por variáveis representativas da produção agropecuária, da indústria, do comércio e dos serviços, ficou estagnado entre setembro e outubro, na série com ajuste sazonal. O índice cresceu 3,1% na comparação com outubro de 2017 e 1,5% quando se considera a variação acumulada nos últimos doze meses.

Do lado da oferta, indicadores setoriais com informações do início do quarto trimestre de 2018 apontam tendência de acomodação. O volume de serviços – setor com peso de aproximadamente 73% no PIB – mostrou variação de apenas 0,1% entre setembro e outubro, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. A atividade do setor cresceu 1,6% na comparação anual, mas ainda exibiu variação ligeiramente negativa (-0,1%) no acumulado em doze meses. Dos cinco segmentos da pesquisa, apenas dois (serviços de informação e comunicação e outros serviços) contribuíram para a leve alta no comparativo mensal. A produção industrial, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) referente a novembro, subiu 0,1% na comparação com o mês anterior (quando havia recuado 0,1%), na série com ajuste sazonal. Na comparação com novembro de 2017, a produção industrial recuou 0,9%, ao passo que, na variação acumulada dos 12 meses encerrados em novembro, cresceu 1,8%. O desempenho mais fraco da produção industrial foi explicado, em maior medida, pela queda na produção de veículos automotores (em relação a outubro, a variação foi de -4,2%, na série com ajuste sazonal).

TABELA 1. INDÚSTRIA: TAXAS DE CRESCIMENTO

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Mês contra igual período do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	set/18	out/18	nov/18	set/18	out/18	nov/18	set/18	out/18	nov/18
Produção industrial	-1.7%	-0.1%	0.1%	-2.2%	0.7%	-0.9%	2.7%	2.2%	1.8%
Indústria extrativa	-0.7%	3.2%	-0.6%	0.2%	3.9%	3.3%	0.1%	0.3%	0.5%
Indústria de transformação	-1.7%	-0.1%	0.0%	-2.6%	0.4%	-1.5%	3.1%	2.6%	2.0%
Bens de Capital	-2.0%	1.2%	-2.7%	0.2%	3.9%	3.3%	9.1%	8.8%	8.3%
Bens intermediários	-1.1%	-0.6%	0.7%	3.6%	10.8%	3.4%	1.8%	1.4%	0.9%
Bens de consumo duráveis	-5.5%	2.4%	-3.4%	-2.6%	-0.6%	-1.4%	13.1%	12.0%	10.3%
Bens de consumo não duráveis	-1.0%	-0.3%	0.0%	-4.5%	6.7%	-3.4%	0.8%	0.3%	0.1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Apesar do bom desempenho das vendas do setor automotivo no mercado interno, produção é afetada pelo baixo dinamismo das vendas para o mercado externo. Em 2018, segundo dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (ANFAVEA), a produção total de automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus aumentou 6,7% em relação a 2017. O avanço foi favorecido pelo bom desempenho das vendas no mercado interno (alta de 13,0% frente a 2017), movimento alinhado com o aumento das concessões de crédito, enquanto as vendas para o mercado externo, impactadas, em grande medida, pela crise econômica na Argentina, registraram, na mesma comparação, variação de -17,7%.

A indústria nacional segue operando com elevado grau de ociosidade. Como consequência do baixo dinamismo da produção, o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria, calculado pela FGV, permanece em patamar ainda bem abaixo de sua média histórica (80,3%). Entre novembro e dezembro, na série com ajuste sazonal, o indicador recuou 0,6 ponto percentual, atingindo 74,6%.

Pelo lado da demanda, as vendas no comércio varejista mostraram ligeiro recuo em outubro. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, recuou 0,2% entre setembro e outubro, considerando a série com ajuste sazonal. No comparativo anual, o índice registrou alta de 6,3%, acumulando aumento de 5,7% nos 12 meses encerrados em outubro, impulsionada, principalmente, pelas vendas de veículos (14,7%).

A elevada ociosidade presente na indústria deve limitar a reação dos investimentos no curto prazo. Em relação aos investimentos, o Indicador Ipea de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 0,4% entre setembro e outubro, na série com ajuste sazonal. No comparativo anual, o indicador avançou 5,0%, acumulando alta de 4,2% nos 12 meses

GRÁFICO 1. VENDAS DE AUTOVEÍCULOS NO MERCADO EXTERNO

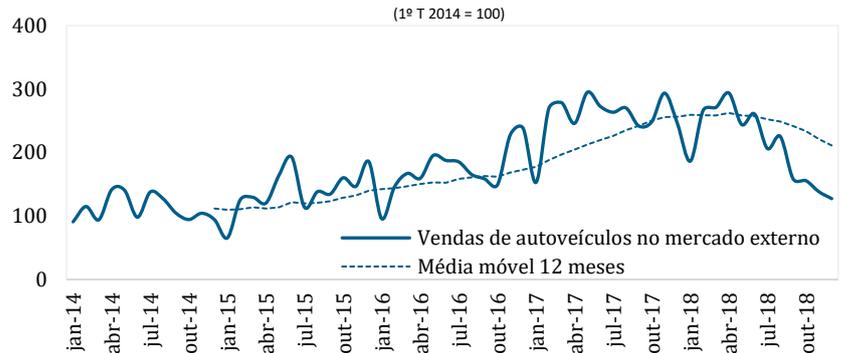


GRÁFICO 2. NÍVEL DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA (%)

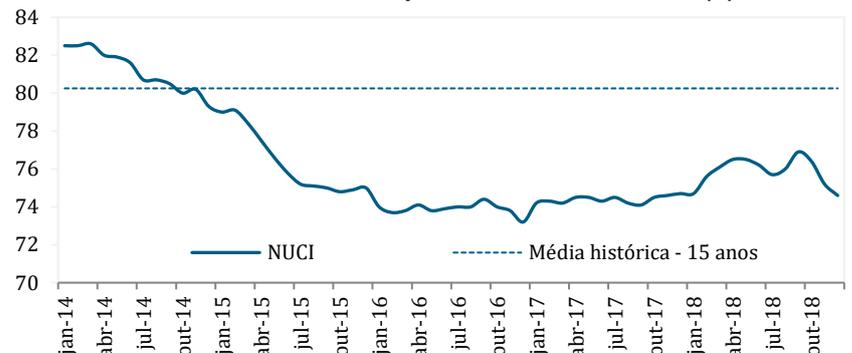
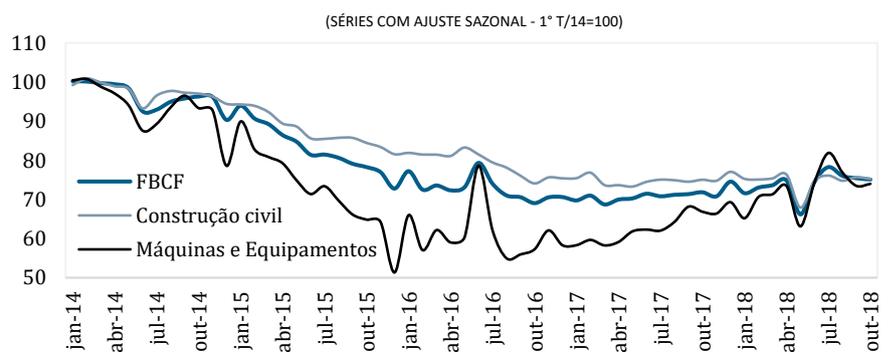


GRÁFICO 3. INDICADOR IPEA MENSAL DE FBCF

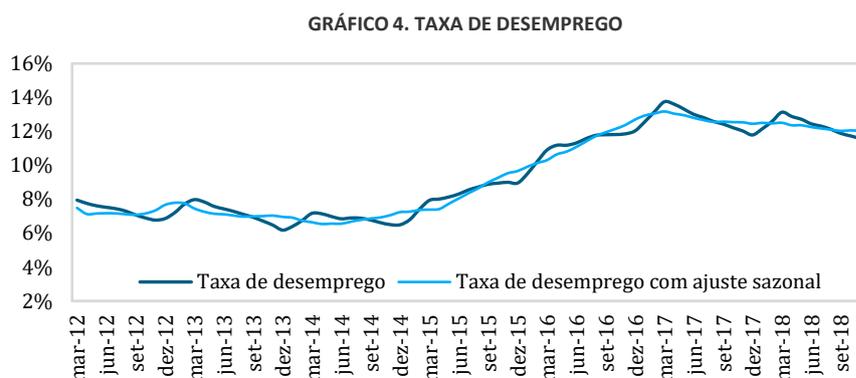


encerrados em outubro. Nessa base de comparação, enquanto o componente de máquinas e equipamentos registrou expansão de 6,0%, a construção civil permaneceu estagnada.

PIB deve crescer 2,3% em 2019. O conjunto preliminar de informações disponíveis sobre o estado da atividade econômica no quarto trimestre de 2018 sugere que o crescimento do PIB no ano deve se materializar um pouco abaixo do esperado atualmente pela IFI (1,4%). Para 2019, a expectativa é de crescimento adicional de 2,3%.

1.2 Mercado de trabalho

Desemprego recuou 0,5 p.p. em novembro. De acordo com o IBGE, em novembro de 2018, a taxa de desemprego no país apurada por meio da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) foi de 11,6%, configurando retração de 0,5 ponto percentual frente à taxa apurada em igual mês de 2017. Na série com ajuste sazonal calculada pela IFI, o desemprego caiu 0,1 ponto percentual em novembro ante outubro (Gráfico 4).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

População ocupada cresce mais em situações de informalidade. A população ocupada registrou aumento de 1,4% nos 12 meses encerrados em novembro, evidenciando desaceleração em relação a setembro e outubro, quando houve incrementos de 1,6% nessa base de comparação. Assim como observado nos últimos meses, o crescimento da ocupação ocorre em posições sem carteira assinada ou conta própria, evidenciando relativa fragilidade na recuperação do mercado de trabalho (Tabela 2). A projeção da IFI para a ocupação em 2018 é de expansão de 1,5% frente a 2017.

Volta da formalização deve ocorrer com investimentos. O aumento do emprego formal na economia brasileira deverá ocorrer somente quando os empresários voltarem a investir em expansão da capacidade produtiva. Para que um novo ciclo de investimentos seja observado, no entanto, é preciso que o governo persista na agenda de correção de desequilíbrios macroeconômicos, em especial, o desarranjo das contas públicas dos entes federados.

TABELA 2. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO

	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação acumulada em 12 meses			Percentual em relação ao total de ocupados		
	set/18	out/18	nov/18	set/18	out/18	nov/18	set/18	out/18	nov/18
População ocupada	92.622	92.901	93.189	1,6%	1,6%	1,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Com carteira assinada no setor privado	32.972	32.923	32.962	-1,5%	-1,4%	-1,3%	35,6%	35,4%	35,4%
Sem carteira assinada no setor privado	11.511	11.628	11.689	5,0%	5,3%	4,8%	12,4%	12,5%	12,5%
Trabalhador doméstico	6.259	6.264	6.262	2,5%	2,1%	1,5%	6,8%	6,7%	6,7%
Setor público	11.732	11.713	11.769	2,5%	2,4%	2,6%	12,7%	12,6%	12,6%
Empregador	4.429	4.514	4.480	5,1%	4,7%	4,4%	4,8%	4,9%	4,8%
Conta Própria	23.496	23.610	23.811	3,4%	3,2%	3,0%	25,4%	25,4%	25,6%
Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social	58.398	58.488	58.664	-0,1%	0,0%	0,1%	63,0%	63,0%	63,0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Renda cresce e impulsiona a massa salarial. As condições de renda dos trabalhadores seguiram marginalmente favoráveis em novembro de 2018. Segundo o IBGE, houve alta de 1,0% no rendimento real médio recebido nos 12 meses encerrados em novembro, o que garantiu expansão da massa salarial em 2,5% nessa base de comparação (Tabela 3). A projeção da IFI para a variação da massa salarial em 2018 é de aumento de 2,0%. Para 2019, a expectativa é de crescimento adicional de 2,4% na massa salarial.

TABELA 3. INDICADORES DE RENDIMENTO POR POSIÇÃO

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	set/18	out/18	nov/18	set/18	out/18	nov/18	set/18	out/18	nov/18
Rendimento médio nominal (em R\$)	2.222	2.230	2.238	5,1%	4,8%	4,5%	4,2%	4,4%	4,7%
Rendimento médio real (em R\$)	2.234	2.235	2.238	0,6%	0,4%	0,1%	0,8%	0,9%	1,0%
Com carteira assinada no setor privado	2.146	2.137	2.133	0,3%	-0,4%	-1,5%	1,2%	1,1%	0,5%
Sem carteira assinada no setor privado	1.335	1.344	1.353	1,4%	2,6%	4,9%	0,3%	1,4%	2,1%
Trabalhador doméstico	872	873	875	-0,9%	-1,0%	-1,0%	0,7%	0,6%	0,5%
Setor público	3.531	3.537	3.552	3,1%	3,0%	2,6%	1,7%	2,2%	2,2%
Empregador	5.638	5.626	5.527	-1,7%	-2,2%	-2,7%	-3,3%	-3,7%	-2,0%
Conta Própria	1.610	1.609	1.634	-0,2%	-0,1%	1,0%	0,7%	0,6%	1,0%
Massa salarial (em milhões de R\$)	201.742	202.456	203.470	2,2%	1,9%	1,6%	2,5%	2,5%	2,5%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

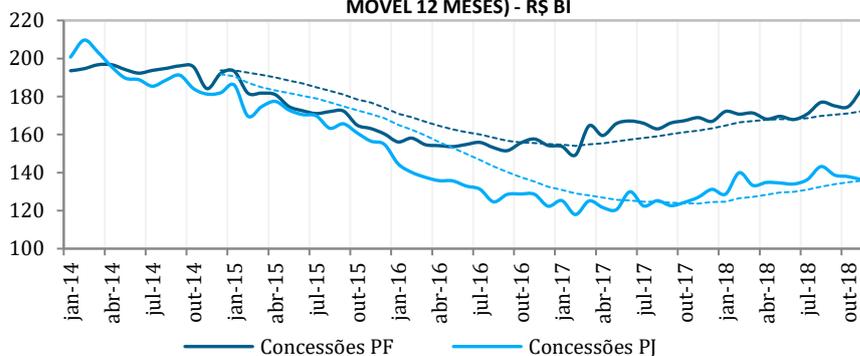
Aumento da massa já influencia consumo das famílias. A expansão da massa salarial da economia é benéfica para o consumo das famílias. Com efeito, já se observa crescimento mais robusto nas vendas no varejo de bens não duráveis. Uma possível retomada mais disseminada do crédito, por sua vez, tende a impulsionar o consumo de outros bens duráveis, além de automóveis.

1.3 Crédito

Estoque de crédito cresceu 4,4% em novembro de 2018. De acordo com o Banco Central, em novembro de 2018, o estoque de crédito na economia brasileira foi de R\$ 3,202 trilhões, configurando acréscimo de 4,4% sobre o mesmo mês de 2017, e alta de 1,1% em relação a outubro. Mantendo o padrão observado desde agosto de 2017, o desempenho do crédito com recursos livres em novembro, com aumento de 10,4% na comparação anual, foi superior ao do crédito direcionado (-1,8%).

Linhas de crédito com melhores garantias exibem melhor desempenho. Ainda segundo as informações do Banco Central, as concessões de crédito exibem tendência de alta, tanto no segmento de pessoas físicas, quanto no de pessoas jurídicas (Gráfico 5). Esse crescimento ocorre, principalmente, em linhas com melhor perfil de risco, isto é, associadas a boas garantias oferecidas pelo tomador nas operações, como o crédito consignado e o financiamento de veículos.

GRÁFICO 5. CONCESSÕES DE CRÉDITO DEFLACIONADAS E COM AJUSTE SAZONAL (MÉDIA MÓVEL 12 MESES) - R\$ BI



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Redução no comprometimento abriu espaço para aumento recente no crédito. O crescimento recente do crédito foi possível em razão de um processo de desalavancagem realizado por famílias e empresas. Conforme atestam os dados do Banco Central referentes ao comprometimento de renda das famílias com o pagamento de dívidas bancárias, houve redução em cerca de três pontos percentuais no indicador entre o quarto trimestre de 2015, quando a crise já estava instalada na economia, e o quarto trimestre de 2018 (Gráfico 6). Em boa medida, a redução no índice de comprometimento de renda das famílias ocorreu em razão da queda na taxa básica de juros da economia (Selic), o que aliviou as despesas das famílias com o serviço das dívidas bancárias.

GRÁFICO 6. COMPROMETIMENTO DE RENDA DAS FAMÍLIAS



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Crédito pode crescer mais com aumento da formalização. O confronto das informações do mercado de crédito com os dados referentes ao mercado de trabalho sugere que a retomada do crédito poderá ser mais robusta caso a recuperação nos níveis de emprego ocorra com aumento na formalização da mão de obra. As condições ainda relativamente frágeis do mercado de trabalho, que registra maior expansão da ocupação sem carteira assinada ou de trabalhadores que se declaram como conta própria, constroem a expansão do crédito na economia.

1.4 Inflação e juros

A inflação ao consumidor em 2018 ficou em 3,75%, 0,75 ponto percentual abaixo da meta de inflação (4,5%). Os preços livres (mais sensíveis ao ciclo econômico) tiveram alta de 2,9%, enquanto os preços administrados por contratos acumularam variação de 6,2%. Apesar da depreciação da taxa de câmbio acumulada em 2018 (15%), a existência de capacidade ociosa na economia exerceu pressão baixista sobre a inflação do ano passado, como se observa no nível reduzido da inflação de serviços (3,3%) e dos núcleos de inflação calculados pelo Banco Central (diversas medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade), cuja média ficou em 2,8%.

TABELA 4. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR

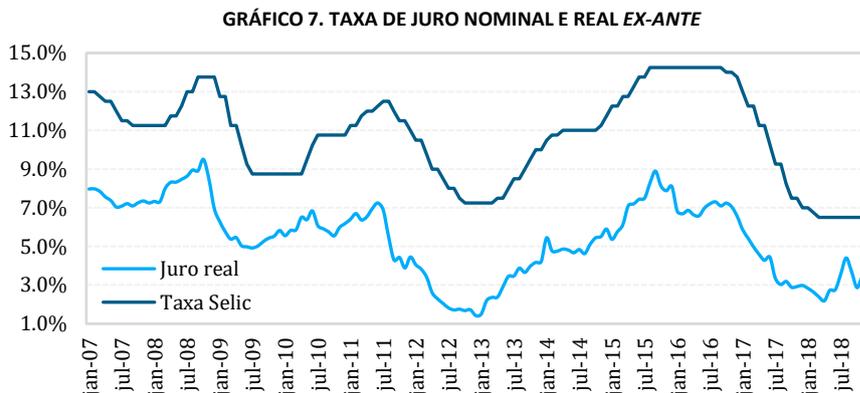
Inflação ao consumidor	Variação acumulada em 12 meses					
	jul/18	ago/18	set/18	out/18	nov/18	dez/18
Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC	3.6%	3.6%	4.0%	4.0%	3.6%	3.4%
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA	4.5%	4.2%	4.5%	4.6%	4.0%	3.7%
Preços administrados	11.3%	9.6%	10.4%	9.9%	7.4%	6.2%
Preços livres	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	2.9%	2.9%
Alimentação no domicílio	0.3%	1.5%	2.2%	3.3%	4.4%	4.5%
Industriais	1.7%	1.6%	1.8%	1.9%	1.2%	1.1%
Serviços	3.5%	3.3%	3.2%	3.0%	3.3%	3.3%
Média dos núcleos de inflação	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Habitação, Transportes e Alimentação e Bebidas exercem maiores influências sobre a inflação de 2018. Em 2018, o IPCA foi mais influenciado pelo comportamento dos grupos Habitação (alta de 4,72%), Transportes (+4,19%) e Alimentação e Bebidas (4,04%). No grupo Habitação, a principal influência foi registrada no item ‘energia elétrica’, que teve variação acumulada de 8,70% no ano. Em Transportes, por sua vez, as maiores variações foram observadas em ‘passagem aérea’, ‘gasolina’ e ‘ônibus urbano’. Apesar de a greve dos caminhoneiros, ocorrida entre maio e junho, ter exercido pressão sobre vários itens do IPCA, houve arrefecimento do impacto sobre os preços com a normalização da oferta verificada algum tempo depois.

Cenário benigno para inflação garante permanência da taxa de juros em níveis historicamente baixos.

A inflação corrente em nível confortável, a reação lenta da atividade econômica e as expectativas de inflação ancoradas - alinhadas à meta de inflação para os próximos anos, conforme indicado no Boletim Focus - são fatores que permitem ao Banco Central sustentar a taxa Selic no atual patamar de 6,5% ao ano. Na ata da reunião de dezembro do Copom, a autoridade monetária reduziu



Fonte: BM&F e Banco Central. Elaboração: IFI.

seu projeção oficial de inflação (IPCA), no cenário que leva em conta as trajetórias da taxa Selic e da taxa de câmbio da pesquisa Focus, de 4,2% para 3,9% em 2019 e de 3,7% para 3,6% em 2020, movimento que reforça a perspectiva de estabilidade da taxa básica de juros no nível atual por algum tempo.

O processo de flexibilização monetária conduziu a taxa de juros real para patamares baixos em termos históricos. A taxa de juros real *ex-ante* (medida pela taxa dos contratos futuros deflacionada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses), relevante para a tomada de decisões de investimento por considerar as expectativas dos agentes econômicos, atingiu 2,8% ao ano em dezembro de 2018. A redução dos juros, ao sensibilizar o custo do crédito, ajuda a impulsionar o nível de atividade e de emprego. Um risco em torno do cenário de inflação e, portanto, da trajetória da taxa de juros, envolve a frustração das expectativas em torno do desafio de reduzir o déficit primário e garantir a sustentabilidade da dívida pública.