

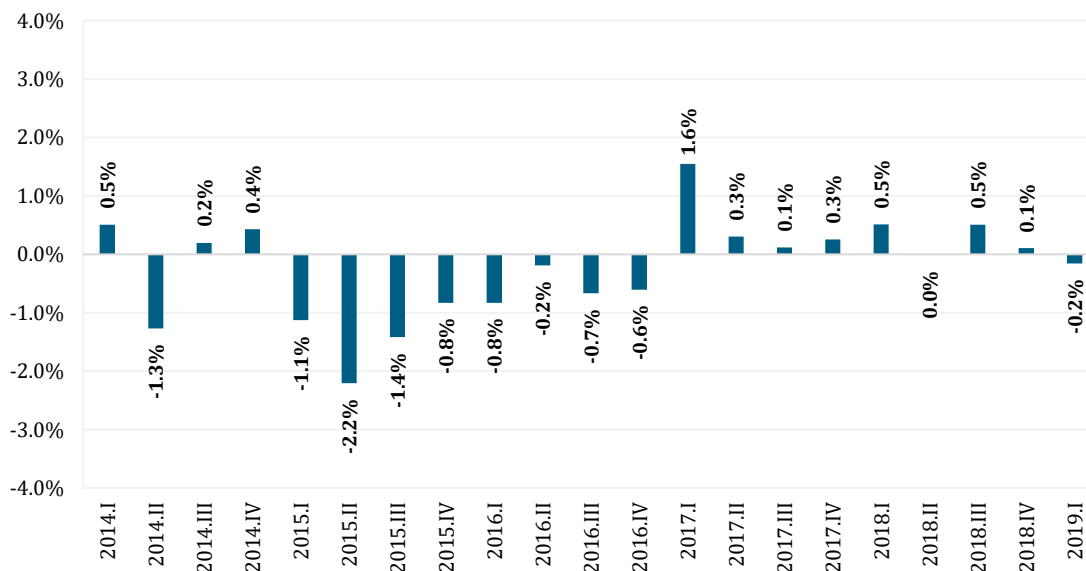
Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Evolução do PIB

A atividade econômica recuou no primeiro trimestre. O PIB apresentou resultado de -0,2% em relação ao quarto trimestre de 2018 (Gráfico 1), na série com ajuste sazonal, de acordo com o IBGE. O produto da indústria (-0,7%) e da agropecuária (-0,5%) apresentaram retração, enquanto os serviços avançaram pouco (0,2%) em relação ao período imediatamente anterior.

GRÁFICO 1. PIB: VARIAÇÃO DO TRIMESTRE EM RELAÇÃO AO TRIMESTRE ANTERIOR

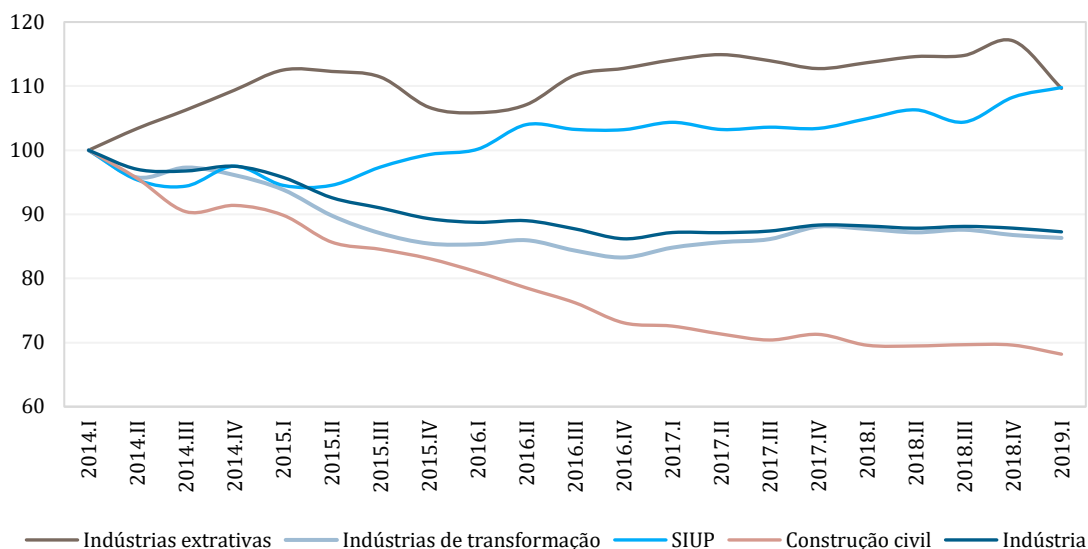


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Indústria apresenta desempenho ruim. Na indústria, as influências negativas no primeiro trimestre partiram dos subsetores da indústria de extração (-6,3%), transformação (-0,5%) e construção civil (-2,0%). O segmento extrativo sofreu o impacto do desastre na barragem de rejeitos de mineração da Vale na região de Brumadinho/MG, ocorrido em janeiro, resultando na menor fabricação de itens de minério de ferro, enquanto o segmento de transformação tem absorvido os efeitos do enfraquecimento da demanda argentina, principal parceiro comercial brasileiro na indústria. O segmento da construção civil, por sua vez, espelha a falta de dinamismo dos investimentos na economia brasileira, encontrando-se em patamar 31,8% inferior ao pré-crise (primeiro trimestre de 2014).

GRÁFICO 2. EVOLUÇÃO PIB INDUSTRIAL

1ºT 2014 = 100 - séries dessazonalizadas



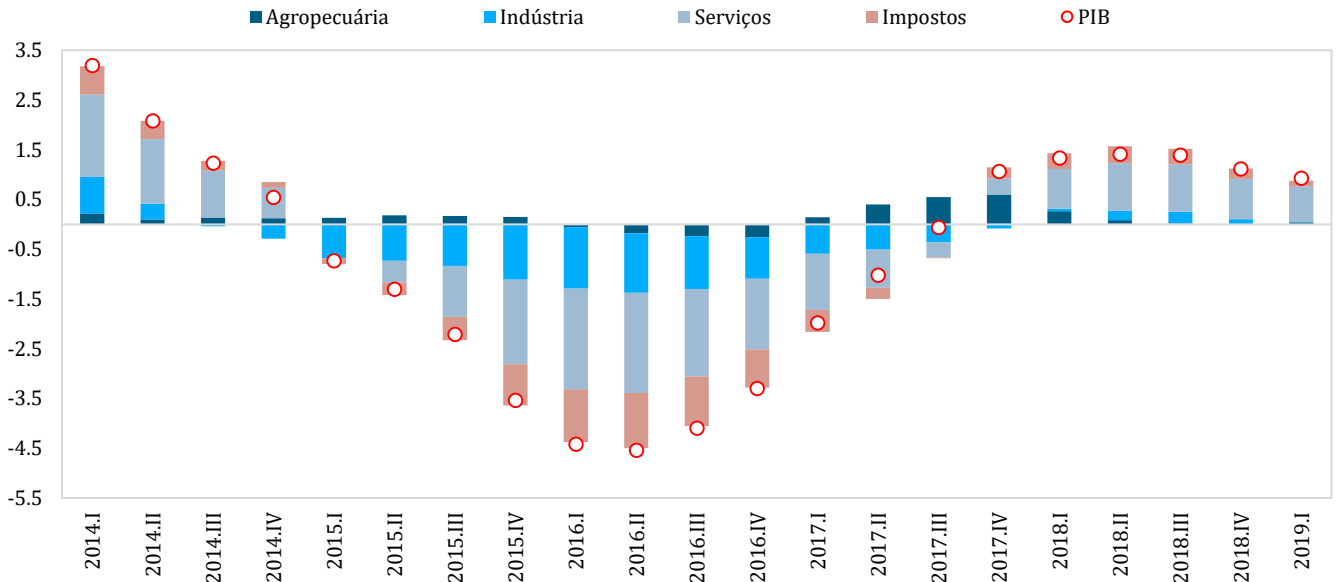
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Confirmação da queda no primeiro trimestre coloca viés de baixa na projeção de 2019. O resultado negativo do primeiro trimestre deixou um efeito estatístico (*carry over*) de 0,2% para o restante do ano, valor que representa quanto a economia avançaria em 2019 caso permanecesse estável no segundo, terceiro e quarto trimestres, considerando a série com ajuste sazonal. A projeção para o PIB de 2019 (revisada de 2,3% para 1,8% na edição de maio do RAF) ainda está mantida, mas há um risco elevado de que o crescimento do PIB caminhe para o que está delineado em nosso cenário pessimista (ao redor de 1,0%).

Indicadores de alta frequência sugerem moderação da atividade produtiva no segundo trimestre. O viés de baixa atribuído à expectativa de crescimento do ano é reforçado tanto pela trajetória negativa dos indicadores de confiança de consumidores e empresários delineada em abril e maio, como pelo avanço moderado da produção industrial em abril (alta de 0,3% em relação a março), em magnitude insuficiente para eliminar a perda de 1,4% registrada no mês anterior.

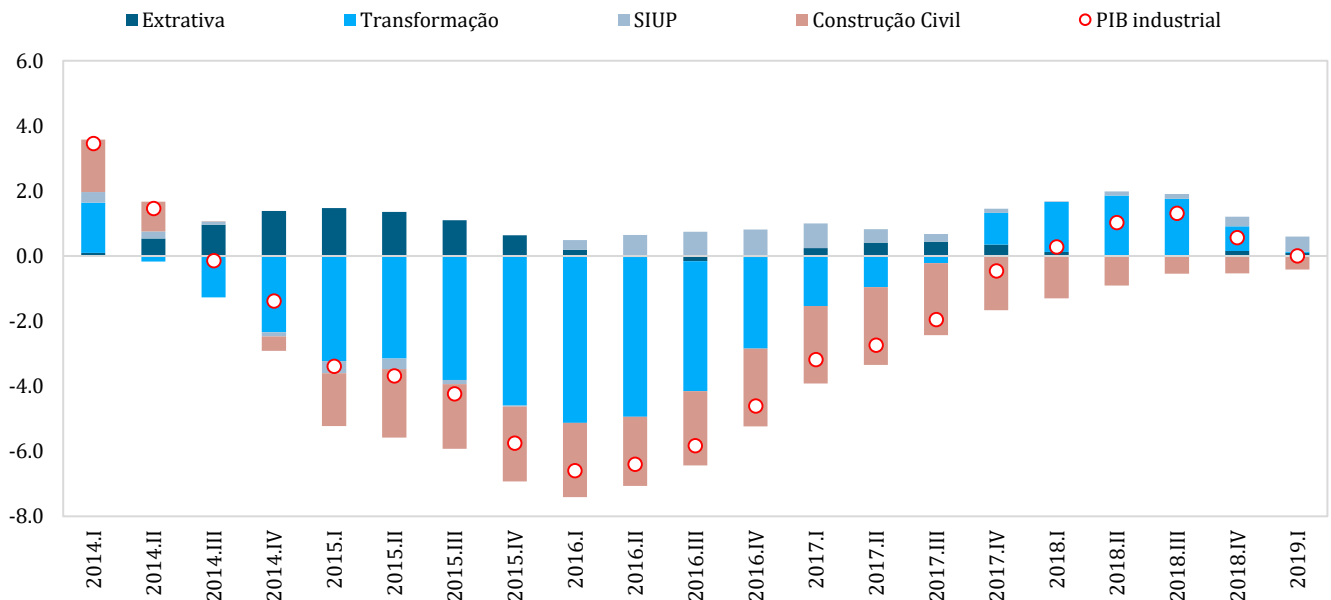
Estimativa do mercado para o PIB de 2019 está em 1,13%. É importante mostrar, nesse sentido, que a mediana das estimativas de mercado para o PIB de 2019, obtidas no Boletim Focus, divulgado pelo Banco Central, praticamente estável ao redor de 2,5% entre julho de 2018 e fevereiro de 2019, tem sido revisada sistematicamente para baixo, atingindo 1,13% em maio (Gráfico 3). Na ausência de uma retomada substancial da atividade produtiva nos próximos meses, é provável que o crescimento do PIB em 2019 se materialize, portanto, em magnitude próxima ou mesmo inferior à observada nos últimos dois anos (1,1%).

GRÁFICO 4. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA O CRESCIMENTO DO PIB
ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 5. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA O CRESCIMENTO DO PIB INDUSTRIAL
ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES

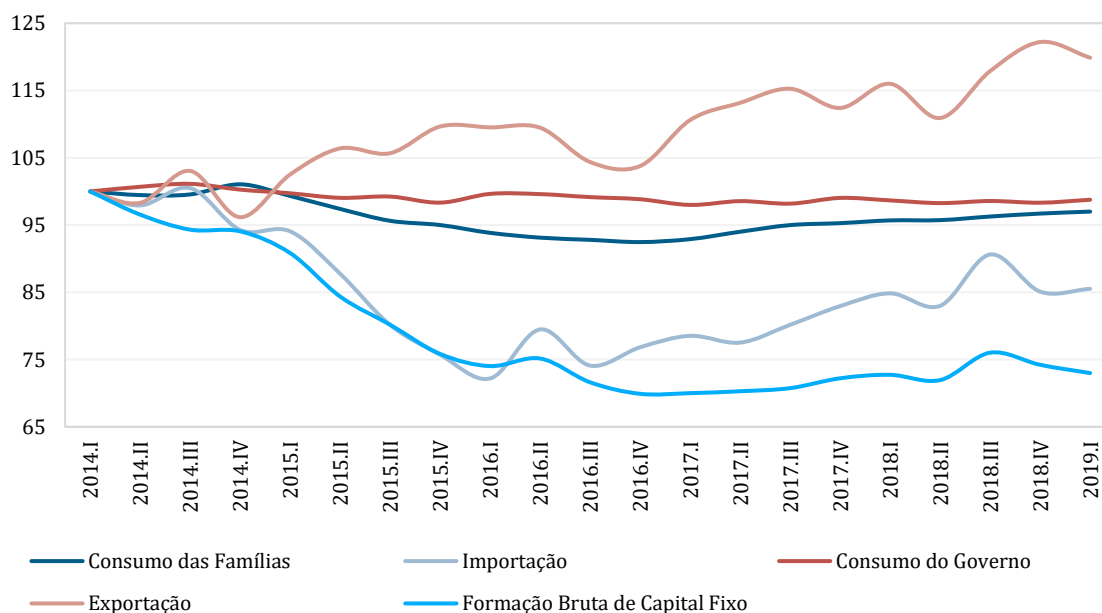


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Sob a ótica das despesas, a formação bruta de capital fixo apresentou queda relevante. Na comparação com o quarto trimestre de 2018, a despesa de consumo das famílias (0,3%) e do governo (0,4%) cresceram pouco, enquanto as exportações (-1,9%) e a formação bruta de capital fixo (-1,7%) registram perdas substanciais (Gráfico 6).

GRÁFICO 6. COMPONENTES DO PIB PELA ÓTICA DA DESPESA

1ºT 2014 = 100 - séries dessazonalizadas



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Contribuição da absorção doméstica para o crescimento do PIB diminuiu. Considerando-se a taxa acumulada em quatro trimestres, o consumo das famílias (1,5%), a formação bruta de capital fixo (3,7%), as exportações (3,0%) e as importações (5,8%) registraram variações positivas. Já as despesas de consumo do governo permanecem relativamente estáveis (-0,1%). Em termos de contribuição, a absorção doméstica, composta pelas despesas de consumo das famílias (1,0 p.p. ante 1,2 p.p. no quarto trimestre de 2018), do governo (0,0 p.p. ante 0,0 p.p.), a formação bruta de capital fixo (0,6 p.p. ante 0,7 p.p.) e os estoques (-0,2 p.p.), adicionou 1,3 p.p. ao crescimento do PIB acumulado em quatro trimestres (de 0,9%), mas vem perdendo força desde o fim do ano passado, como se observa na Tabela 1.

Contribuição do setor externo é negativa há quatro trimestres. A demanda externa (exportações líquidas) exerceu influência negativa pelo quarto trimestre consecutivo, movimento que é compatível com o impacto sobre as exportações brasileiras decorrente do cenário de menor crescimento global e de crise que atravessa a economia argentina.

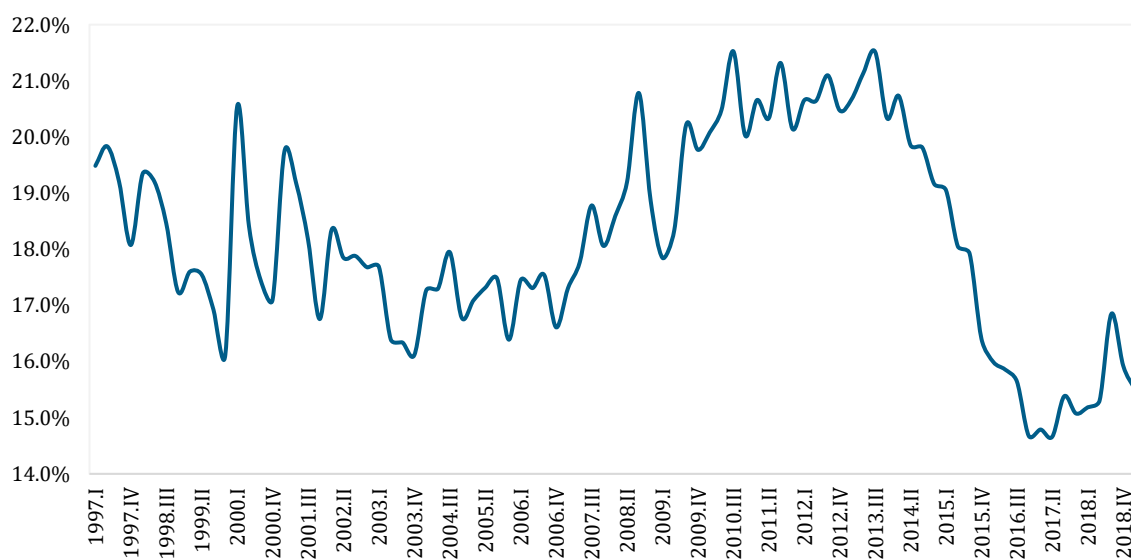
TABELA 1. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) NA TAXA ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES DO PIB

	2017.IV	2018.I	2018.II	2018.III	2018.IV	2019.I
Absorção interna	1.0	1.1	1.7	2.2	1.7	1.3
Consumo das famílias	0.9	1.5	1.6	1.5	1.2	1.0
Consumo do governo	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Formação Bruta de Capital Fixo	-0.4	-0.1	0.3	0.7	0.7	0.6
Variação de estoques*	0.7	-0.2	-0.3	0.0	-0.2	-0.2
Exportações líquidas	0.1	0.2	-0.3	-0.8	-0.6	-0.4

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI. * A variação de estoques (ou o investimento em estoques) corresponde à variação líquida nos estoques de bens finais e matérias-primas utilizadas no processo de produção. A rubrica é usada como elemento de equilíbrio de oferta e demanda de bens e serviços.

Taxa de investimento encontra-se no patamar mais baixo da série histórica. No primeiro trimestre de 2019, a taxa de investimento (entendida como proporção da formação bruta de capital fixo no produto) recuou para 15,5% (de 15,8% no trimestre anterior), patamar inferior à média histórica registrada entre 1997 e 2013 (18,6%), como se observa no Gráfico 7. Essa dinâmica tem sido influenciada pela diminuição dos investimentos públicos, pela existência de elevada capacidade ociosa no parque industrial e pelo ambiente de incerteza que persiste sobre as perspectivas de recomposição do quadro de equilíbrio fiscal –as decisões de investimento privado tomadas pelas firmas dependerão das expectativas de lucro em relação ao futuro, e são favorecidas quando há um horizonte de maior previsibilidade e estabilidade econômica.

GRÁFICO 7. TAXA DE INVESTIMENTO % (FBCF/PIB)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Para que a economia sustente expansão do PIB da ordem de 3,0% ao ano ao longo do tempo é necessário que o nível de investimentos caminhe para 21% do PIB¹. A reativação dos investimentos ampliaria as possibilidades de crescimento da economia brasileira, com estímulo tanto sobre a demanda agregada, dado o efeito multiplicador sobre o produto e o emprego, quanto sobre a oferta, via ampliação de infraestrutura e de produtividade.

1.2 Mercado de trabalho

A recessão que vigorou no país entre 2014 e 2016 e a recuperação lenta do nível de atividade ainda produz implicações sobre o mercado de trabalho. Os dados mais recentes, referentes ao primeiro trimestre de 2018, mostram um quadro de elevada permanência no desemprego, saída de pessoas da força de trabalho, desestimuladas, em grande

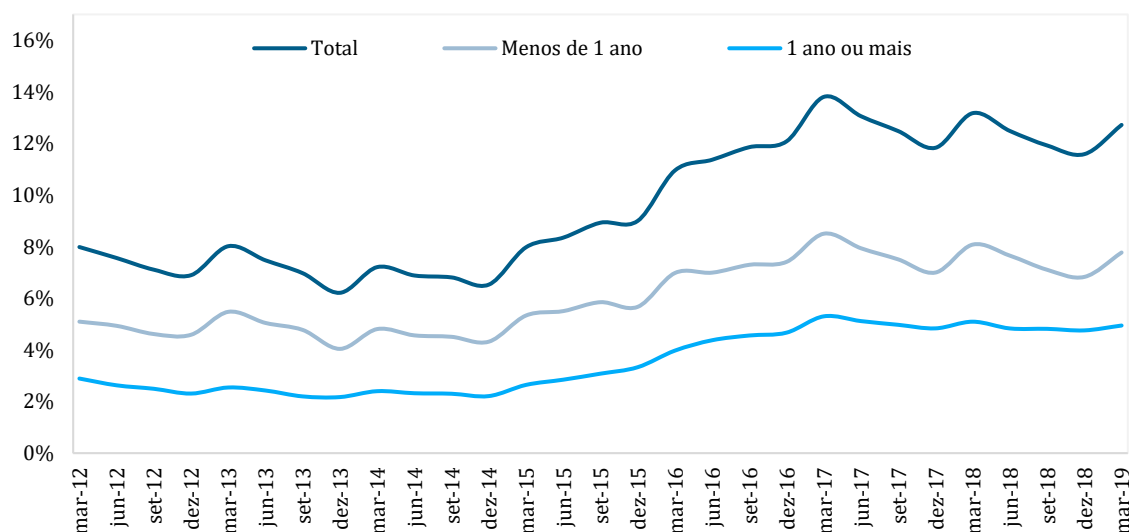
¹ Giambiagi, F. and F. Montero (2005) "O ajuste da poupança doméstica no Brasil: 1999/2004". Texto para discussão n.º. 1119, IPEA, Rio de Janeiro.

medida, pela falta de oportunidades, e avanço moderado da massa salarial. Esse quadro é compatível com a menor contribuição da demanda doméstica no crescimento do PIB, analisada na seção anterior.

A taxa de desemprego diminui lentamente. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADc) referente ao primeiro trimestre, a taxa de desemprego no país foi estimada em 12,7% da força de trabalho, ligeiramente abaixo da observada no primeiro trimestre de 2018 (13,1%). O indicador tem recuado em ritmo bastante moderado, na comparação com o mesmo período do ano anterior, desde o fim de 2017.

A recuperação lenta do crescimento econômico e das contratações no mercado formal mantém elevado o tempo de permanência no desemprego. A partir dos microdados da PNADc é possível extrair que, do total de 13,4 milhões de pessoas desempregas no primeiro trimestre de 2019, 5,2 milhões buscavam por uma colocação, sem sucesso, há pelo menos um ano. O número de pessoas nessa condição foi de 2,4 milhões, em média, entre 2012 e 2014. A taxa de desemprego de longa duração, que considera as pessoas desocupadas há mais de 1 ano, encontra-se em 4,9% da força de trabalho (Gráfico 8), estabilizada ao redor desse patamar desde o início de 2017, mantendo-se acima da média de 2,5% observada entre 2012 e 2014.

GRÁFICO 8. TAXA DE DESEMPREGO POR DURAÇÃO
(% DA FORÇA DE TRABALHO)

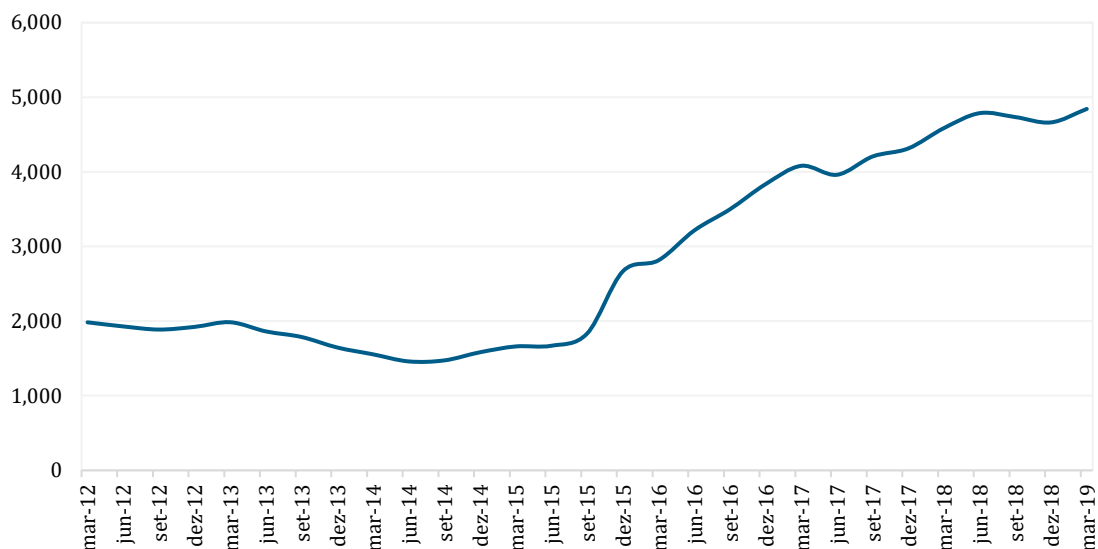


Fonte: Microdados da PNADC - IBGE. Elaboração: IFI.

É provável que a duração maior do desemprego desestime a participação no mercado de trabalho. No período, o montante de pessoas desalentadas, que estavam disponíveis para trabalhar, mas não realizaram busca efetiva no período de 30 dias, dentre outras razões, por não haver oportunidades de emprego, foi estimado em 4,8 milhões de pessoas ante uma média de 1,7 milhão no período de 2012 a 2014 (Gráfico 9). Na comparação com o mesmo período de 2018, o número de pessoas nessa condição aumentou 5,6%.

A ausência de dinamismo que tem caracterizado o mercado de trabalho contém avanço do rendimento do trabalho e da massa salarial. Os ganhos de renda em termos reais continuam ocorrendo, mas os avanços seguem em ritmo moderado. Nos últimos 12 meses encerrados em março, o rendimento médio do trabalho e a massa salarial avançaram, nessa ordem, 0,7% (ante 0,9% em março) e 2,2% (ante 2,4%), em termos reais.

GRÁFICO 9. NÚMERO DE PESSOAS DESALENTADAS (MIL)



Fonte: Microdados da PNADC - IBGE. Elaboração: IFI.

1.3 Hiato do produto, Inflação e juros

A economia opera com elevado grau de ociosidade. Além da taxa de desemprego em patamar ainda elevado, a utilização reduzida da capacidade instalada na indústria reforça o ambiente caracterizado por um elevado nível de ociosidade dos fatores de produção. De acordo com dados da FGV, a indústria operou com 75,3% de sua capacidade instalada em maio, valor que é inferior à média histórica dos últimos 15 anos (80,1%).

O hiato do produto, calculado pela diferença (percentual) entre o produto observado e o produto tendencial (ou potencial), ilustra essa situação. Foram utilizadas algumas técnicas presentes na literatura para estimar indiretamente, incluindo filtros estatísticos e funções de produção, uma vez que não é possível medir diretamente o nível potencial. Um hiato positivo ocorre quando a economia opera acima de sua tendência (ou do seu potencial) e é um indicativo de que está sobreaquecida e sujeita a pressões inflacionárias, ao contrário do hiato negativo que sugere uma economia operando com ociosidade dos fatores produtivos.

Provável que o hiato do produto esteja situado entre -6,0 p.p. e -3,6 p.p. no primeiro trimestre. O emprego da função de produção, seguindo recomendações metodológicas da Comissão Europeia², sugere que o hiato do produto alcançou o valor mais baixo da série histórica no fim de 2016, coincidindo com o último trimestre da recessão que vigorou

² Ver estudo publicado pela IFI em janeiro de 2018, disponível em: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf

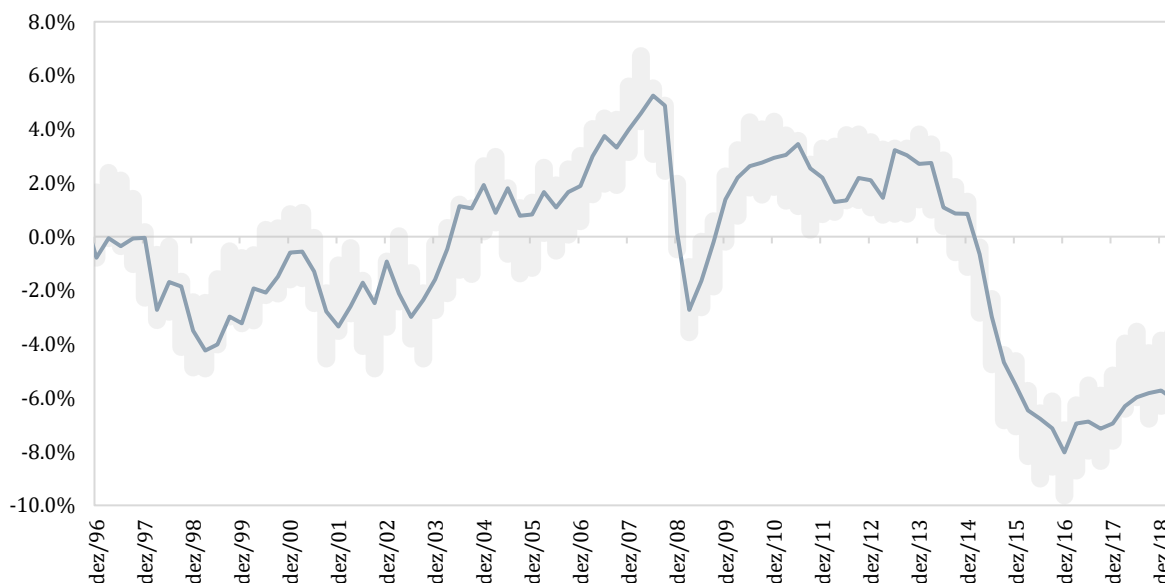
entre 2014 e 2016 e, desde então, tem se recuperado lentamente. A estimativa para o primeiro trimestre de 2019, incorporando o resultado das Contas Nacionais Trimestrais, indica que a economia brasileira está posicionada abaixo de seu potencial, com um intervalo de plausibilidade entre -6,0 pontos percentuais e -3,6 pontos percentuais – o que sugere uma boa margem para crescimento nos próximos anos a partir do aproveitamento da ociosidade existente dos fatores. O Gráfico 10 exhibe a evolução do hiato do produto entre o quarto trimestre de 1996 e o primeiro trimestre de 2019 e os limites do intervalo de plausibilidade.

Outras estimativas realizadas pela IFI utilizando o Filtro HP convencional, o Filtro HP Multivariado, segundo Areosa (2008), e a função de produção que faz uso do Filtro HP para extrair as tendências da taxa de desemprego, do NUCI e da PTF também apontam que o hiato do produto está posicionado no terreno negativo, porém em menor magnitude: -1,3 ponto percentual, -1,3 ponto percentual e -3,0 pontos percentuais, respectivamente.

Em termos práticos, é importante ressaltar que todo método tem suas limitações. Assim, para efeito da construção do cenário macroeconômico, foram avaliados o conjunto de estimativas produzidas pelas técnicas mencionadas.

Inflação acumulada em doze meses desacelerou em maio. A inflação observada pela variação do IPCA medida em doze meses desacelerou de 4,9% em abril para 4,7% em maio, refletindo menores pressões dos preços administrados (6,5% ante 6,8%) e livres (4,0% ante 4,3%). O elevado nível de ociosidade presente na economia - sugerida pela posição cíclica da economia dada pela abertura do hiato do produto e corroborada pela distância da taxa desemprego e do NUCI de suas médias históricas – produz um viés baixista para a trajetória dos preços, influenciando sobretudo aqueles componentes que são mais sensíveis ao ciclo econômico, como os de serviços (3,9% em maio ante 3,9% em abril) e industriais (1,7% ante 1,8%).

GRÁFICO 10. HIATO DO PRODUTO E INTERVALO DE PLAUSIBILIDADE



Fonte: IFI.

A tendência da inflação corrente, quando minimizada a influência de choques, encontra-se abaixo da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A média dos núcleos de inflação, medidas construídas pelo Banco Central que expurgam da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade – que pressionam a inflação no curto

prazo -, passou de 3,95% em abril para 3,93% em maio, seguindo em patamar confortável, abaixo da meta de 4,25% definida pelo CMN para a inflação em 2019.

Expectativas de inflação para 2020 e 2021 estão ancoradas na meta. As estimativas de mercado para o IPCA obtidas no Boletim Focus situam-se em 4,0% para 2020 e 3,75% para 2021 – justamente os valores definidos para a meta de inflação nos próximos dois anos. A projeção para o ano corrente encontra-se ao redor de 4,0%, abaixo, portanto, da meta estabelecida (4,25%).

Banco Central mantém a taxa Selic em 6,5% a.a. desde março de 2018. Desde o início do ciclo de flexibilização monetária, iniciado em setembro de 2016, o Banco Central reduziu a taxa básica de juros em 775 pontos (para o patamar mínimo de 6,5% a.a.). No comunicado divulgado após a última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), a instituição avaliou que o balanço de riscos para a inflação é simétrico, ponderando que enquanto o nível de ociosidade da economia doméstica produz viés baixista para a trajetória inflacionária, a possível frustração de expectativas em relação à continuidade das reformas fiscais pode elevar prêmios de risco e pressionar as expectativas de inflação.

Intensidade do estímulo da política monetária depende da avaliação sobre o nível da taxa de juros natural. Assim como o hiato do produto, a taxa de juro estrutural, ou natural, é uma variável não observada e com grande incerteza associada à sua estimação. A variável constitui, no entanto, um ponto de referência na condução da política monetária sob o regime de metas de inflação, podendo ser definida como a taxa de juros de equilíbrio entre poupança e investimento no pleno emprego da economia (Fernando de Holanda Barbosa e outros, 2016). A taxa de juros real, estando abaixo da taxa de juros estrutural, estimula a atividade econômica, contribuindo para o aumento da inflação. Quando a taxa de juros real se posiciona acima da taxa natural, seu efeito sobre o PIB é contracionista. O Banco Central, por sua vez, não divulga suas estimativas para a taxa de juros natural.

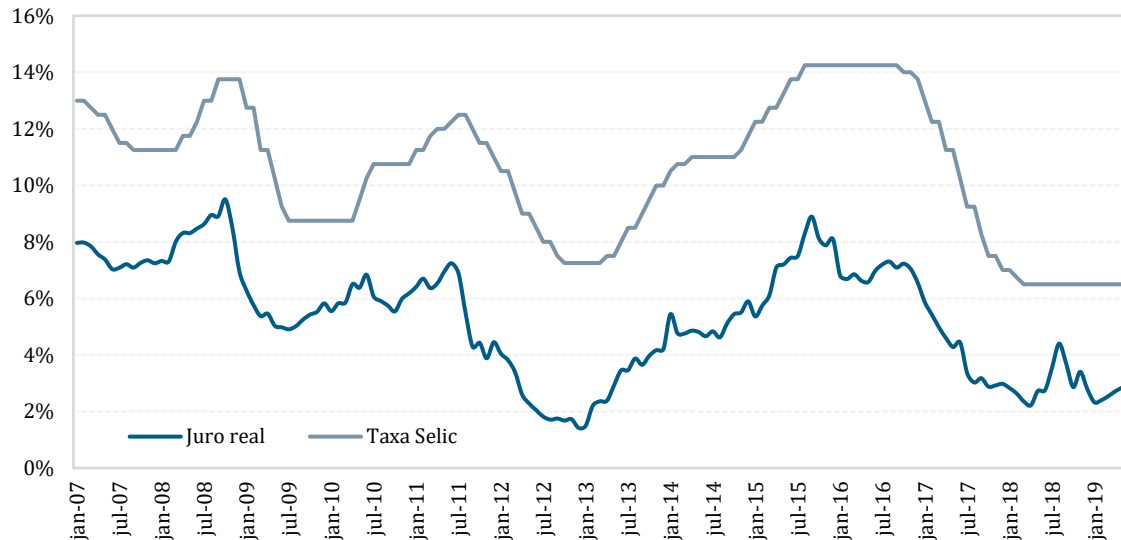
A taxa de juros real, em consonância com a Selic, entrou em tendência de queda, mas desde abril de 2018 encontra-se estabilizada ao redor de 2,8% ao ano (Gráfico 11)³. Uma avaliação preliminar, construída a partir de algumas métricas utilizadas na literatura, indica que a taxa de juros real se encontra em posição pouco abaixo do nível de equilíbrio (estimado entre 3,0% e 4,8%, com média de 3,9%). Essa mensuração simples da taxa de juros estrutural consistiu em extrair a tendência da taxa de juros real *ex-ante* da economia⁴ e das taxas de juros pagas pelo título público (NTN-B) com vencimento em 2045⁵.

³ A taxa de juros real *ex ante* é taxa de juros futura de mercado de 1 ano deflacionada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses (obtida no Boletim Focus).

⁴ Ver Fernando de Holanda Barbosa e outros, 2016, disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402016000400399.

⁵ Ver Relatório de Inflação de Setembro de 2010, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ri/201009/RELINF201009-ri201009b6p.pdf>.

GRÁFICO 11. TAXA DE JURO NOMINAL E REAL EX-ANTE



Fonte: B3 e Banco Central. Elaboração: IFI.

Apesar do estímulo promovido pela política monetária, a atividade econômica ainda não reagiu de forma consistente, mostrando, inclusive, arrefecimento no último trimestre. A contribuição da demanda doméstica (soma do consumo das famílias, governo e investimentos) sobre o PIB está desacelerando e o vetor externo permanece no terreno negativo, como observado na análise das Contas Nacionais Trimestrais. Na ausência de espaço fiscal para reativar a demanda agregada, o debate sobre a possibilidade de o Banco Central reduzir os juros tem se intensificado.