

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

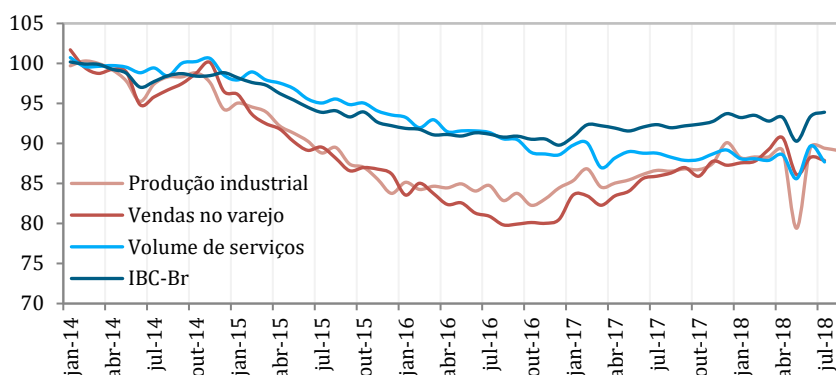
CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

A economia brasileira avançou moderadamente após a paralisação do setor de transportes ocorrida em maio.

Em julho, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção agropecuária, da indústria, do comércio e dos serviços, avançou 0,6% frente ao mês anterior, em termos dessazonalizados (Gráfico 1). O índice, em julho, superou o patamar anterior à paralisação, e exibiu ligeira aceleração da variação acumulada em doze meses (1,5% em julho comparativamente a 1,3% em junho). Na comparação com julho de 2017, houve elevação de 2,6%.

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



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

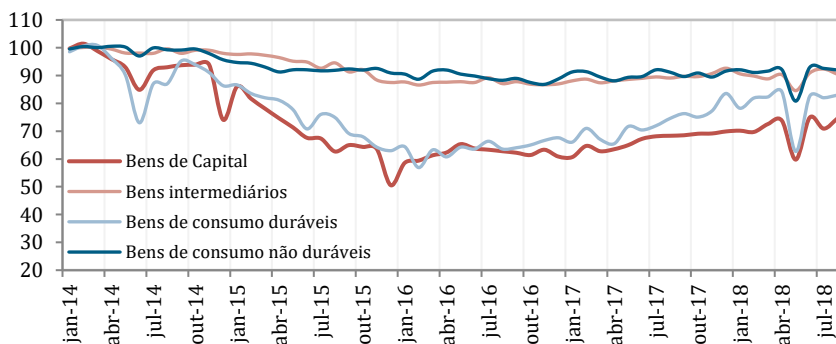
Apesar da expansão em termos agregados, os principais índices setoriais disponíveis em alta frequência vêm exibindo desempenho predominantemente negativo no início do terceiro trimestre. Pelo lado da oferta, o volume de serviços – setor com peso de aproximadamente 73% no PIB – registrou variação de -2,2% em relação a junho, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS). A contração do volume de serviços em julho atingiu quatro dos cinco segmentos pesquisados: serviços de informação e comunicação (-2,2%), serviços profissionais, administrativos e complementares (-1,1%), transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (-4,0%) e outros serviços (-3,1%). No acumulado em doze meses até julho, o volume de serviços ainda registra variação negativa (-1,0% em julho comparativamente a -1,2% em junho).

A produção industrial, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), caiu 0,1% em julho e 0,3% em agosto na comparação mensal (Tabela 1), mantendo-se praticamente estagnada no nível anterior à greve dos caminhoneiros. Devido às perdas mensais, ao se acumular os dados em 12 meses o ritmo de crescimento da atividade industrial desacelerou de 3,3% em julho para 3,1% em agosto.

O recuo da produção em agosto refletiu a retração de 2,0% da indústria extrativa,

influenciada pela interrupção de uma importante refinaria, como reportado pelo IBGE, embora a indústria de

GRÁFICO 2. PRODUÇÃO INDUSTRIAL
(SÉRIES DESSAZONALIZADAS - 1ºT 2014 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

transformação tenha ficado praticamente estagnada. Entre as categorias econômicas (Gráfico 2), o recuo da produção de bens intermediários (-2,1%) e bens de consumo não duráveis (-0,6%) foi apenas parcialmente compensado pelo crescimento da produção de bens de capital (5,3%) e bens de consumo duráveis (1,2%).

TABELA 1. PRODUÇÃO INDUSTRIAL: TAXAS DE CRESCIMENTO

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Mês contra igual período do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	jun/18	jul/18	ago/18	abr/18	jun/18	jul/18	ago/18	mai/18	jun/18
Produção industrial	12.7%	-0.1%	-0.3%	3.3%	4.1%	2.0%	3.2%	3.3%	3.1%
Indústria extrativa	0.2%	0.5%	-2.0%	2.0%	3.7%	1.4%	0.3%	0.4%	0.3%
Indústria de transformação	14.3%	-0.5%	-0.1%	3.6%	4.3%	2.0%	3.7%	3.8%	3.6%
Bens de Capital	25.3%	-5.4%	5.3%	2.0%	3.7%	1.4%	9.7%	9.6%	9.4%
Bens intermediários	7.5%	1.6%	-2.1%	9.2%	7.4%	8.2%	2.0%	2.3%	2.2%
Bens de consumo duráveis	31.7%	-0.7%	1.2%	2.1%	3.9%	1.1%	15.2%	15.9%	15.0%
Bens de consumo não duráveis	15.0%	-0.4%	-0.6%	14.6%	17.0%	9.7%	1.6%	1.3%	1.0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Paralelamente, a evolução de indicadores representativos da demanda doméstica aponta relativa acomodação do consumo privado e dos investimentos no início do terceiro trimestre. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal do Comércio) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, diminuiu 0,4% entre junho e julho, considerando a série com ajuste sazonal. A abertura da pesquisa mostrou, no mês em relação ao anterior, um predomínio de taxas negativas entre sete das dez atividades investigadas (Tabela 2). Tanto a variação anual quanto a acumulada em doze meses desaceleraram em julho, movimento que é compatível com o enfraquecimento dos indicadores do mercado de trabalho e a diminuição da confiança dos consumidores.

TABELA 2. COMÉRCIO VAREJISTA: TAXAS DE CRESCIMENTO

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Mês contra igual período do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	mai/18	jun/18	jul/18	mai/18	jun/18	jul/18	mai/18	jun/18	jul/18
Vendas no varejo ampliado	-5.1%	2.5%	-0.4%	2.1%	3.7%	3.0%	6.8%	6.7%	6.5%
Combustíveis e lubrificantes	-6.2%	-1.9%	0.4%	-7.8%	-11.6%	-9.3%	-3.5%	-4.5%	-5.2%
Hipermercados e supermercados	1.0%	-3.6%	1.7%	8.0%	4.1%	1.4%	4.2%	4.4%	4.5%
Tecidos, vestuário e calçados	-3.3%	1.3%	-1.0%	-3.6%	-4.4%	-8.4%	3.9%	3.1%	1.2%
Móveis e eletrodomésticos	-3.1%	4.8%	-4.8%	-6.8%	0.8%	-6.9%	7.7%	6.8%	5.2%
Artigos farmacêuticos	-2.3%	1.3%	0.1%	4.5%	4.6%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%
Livros, jornais, revistas e papelaria	-6.1%	0.3%	-0.9%	-13.6%	-11.6%	-10.1%	-6.0%	-6.8%	-7.5%
Equipamentos e materiais para escritório	-4.3%	3.7%	-2.7%	-7.4%	-1.3%	-4.3%	-1.7%	-2.2%	-3.3%
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	0.1%	3.2%	-2.5%	7.0%	8.5%	4.7%	5.9%	6.2%	6.2%
Veículos, motocicletas, partes e peças	-15.9%	15.8%	-0.8%	2.0%	10.3%	16.9%	12.6%	13.1%	14.0%
Material de construção	-9.2%	11.5%	-2.7%	-1.8%	5.6%	2.2%	9.3%	9.2%	8.4%

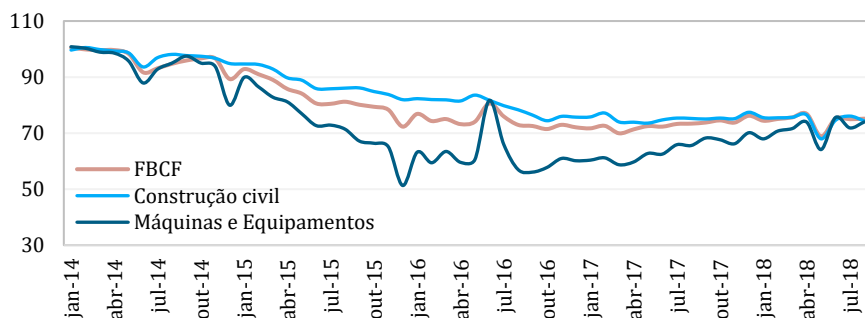
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Em relação aos investimentos (Gráfico 3), o Indicador Ipea de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 0,3% entre julho e agosto, na série com ajuste sazonal, repercutindo essencialmente a dinâmica do consumo aparente de máquinas e equipamentos (alta de 3,0%), enquanto o indicador de construção civil recuou 2,2%. A estimativa do consumo aparente corresponde à produção doméstica líquida das exportações acrescida das importações. Na margem, enquanto a produção doméstica de bens de capital líquida das exportações manteve-se estável, a importação de bens de capital subiu 14,9%, em termos dessazonalizados.

Cenário para expansão dos investimentos é desafiador. O quadro de restrição fiscal e a combinação de elevação da taxa real de juros, de depreciação da taxa de câmbio (o que eleva o custo de aquisição de máquinas e equipamentos importados) e a acomodação do indicador de confiança empresarial (Gráfico 4) tendem a repercutir negativamente sobre a recuperação dos gastos com investimentos. No acumulado em doze meses até agosto, o ritmo de crescimento do indicador agregado de investimentos acelerou ligeiramente (de 3,3% em julho para 3,5% em agosto), com dinâmica ainda distinta entre os componentes. Ressalta-se que houve avanço da absorção de máquinas e equipamentos (15,0% em agosto comparativamente a 15,2% em julho) em oposição aos gastos com construção civil, que permanecem em terreno negativo (-0,4% em agosto e -0,7% em julho).

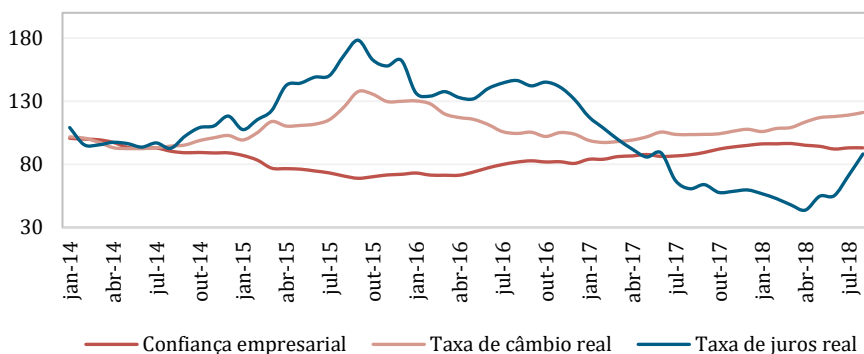
Mesmo diante dos sinais de acomodação, a estimativa preliminar da IFI para o PIB do terceiro trimestre contempla crescimento de 0,6% em relação ao trimestre imediatamente anterior (alta de 1,3% frente ao mesmo período do ano passado). A projeção indica aceleração do ritmo de expansão da atividade no terceiro trimestre, explicada, em grande medida, pela paralisação ocorrida ao longo de maio que reduziu de forma expressiva a base de comparação. Por ora, a projeção para o crescimento da economia em 2018 e 2019 está mantida em 1,6% e 2,4%, nessa ordem.

GRÁFICO 3. INDICADOR IPEA MENSAL DE FBCF
(SÉRIES COM AJUSTE SAZONAL - 1° T/14=100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

GRÁFICO 4. CÂMBIO REAL, JURO REAL E CONFIANÇA DOS EMPRESÁRIOS
(NÚMERO-ÍNDICE 1° T/14=100)



Fonte: Banco Central, Anbima e FGV. Elaboração: IFI

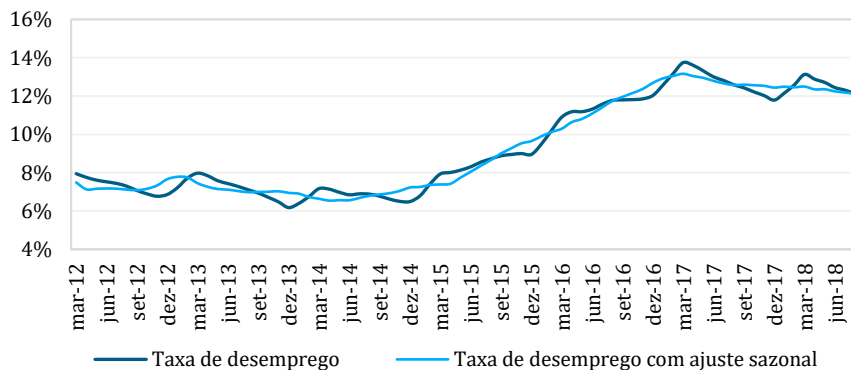
1.2 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego está em 12,1% e vem caindo lentamente desde março de 2017, período em que alcançou o pico de 13,7%. No trimestre encerrado em agosto de 2018, de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desemprego atingiu 12,1% da força de trabalho, recuando 0,5 ponto percentual em relação ao mesmo período de 2017. O total de pessoas desocupadas chegou a 12,7 milhões (400 mil a menos comparativamente ao mesmo período de 2017). A redução ainda moderada do desemprego reflete a lenta recuperação do nível de atividade econômica.

A diminuição do desemprego na comparação anual, em curso desde dezembro de 2017, é resultado do crescimento da população ocupada em maior magnitude que o da população economicamente ativa¹ – conforme se observa no Gráfico 6.

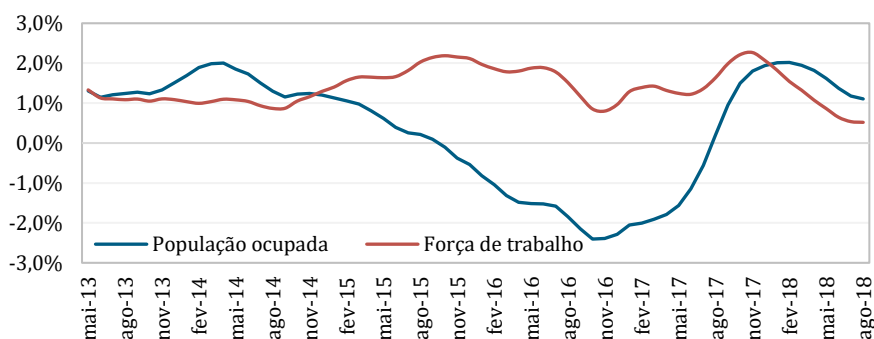
O avanço da população ocupada em termos agregados segue explicado pelo setor informal. Na comparação com o trimestre encerrado em agosto de 2017, a população ocupada sem carteira assinada no setor privado e por conta própria aumentaram, nessa ordem, 4,0% e 1,9%, enquanto a população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 1,3% (Tabela 3).

GRÁFICO 5. TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 6. POPULAÇÃO OCUPADA E FORÇA DE TRABALHO
(VARIAÇÃO DO TRIMESTRE CONTRA MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

¹ A população economicamente ativa, ou força de trabalho, representa o conjunto de pessoas que trabalham ou procuram emprego.

TABELA 3. 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		
	jun/18	jul/18	ago/18	jun/18	jul/18	ago/18	jun/18	jul/18	ago/18
População ocupada	100.0%	100.0%	100.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.7%	1.7%	1.6%
Com carteira assinada no setor privado	36.0%	36.0%	35.8%	-1.5%	-1.1%	-1.3%	-1.8%	-1.6%	-1.8%
Sem carteira assinada no setor privado	12.0%	12.1%	12.2%	3.4%	3.4%	4.0%	5.1%	5.3%	5.4%
Trabalhador doméstico	6.8%	6.8%	6.8%	2.1%	3.2%	3.1%	2.4%	2.6%	2.9%
Setor público	12.7%	12.7%	12.7%	2.7%	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%
Empregador	4.8%	4.8%	4.8%	4.2%	4.0%	5.2%	5.1%	4.6%	5.5%
Conta Própria	25.3%	25.2%	25.3%	2.5%	2.1%	1.9%	4.0%	3.9%	3.5%
Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social	63.7%	63.7%	63.4%	0.2%	0.5%	0.1%	-0.5%	-0.3%	-0.3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A recessão que vigorou no país entre 2014 e 2016 e a recuperação lenta do nível de atividade ainda produz grandes implicações sobre o mercado de trabalho. Os dados mais recentes da PNADC mostram um quadro de redução das contratações formais, de elevada permanência no desemprego² e de saída de pessoas da força de trabalho, desestimuladas, em grande medida, pela falta de oportunidades.

É provável que a duração maior do desemprego tenha desestimulado a participação no mercado de trabalho. A expansão da força de trabalho (indicativo da oferta de mão-de-obra) encontra-se em processo de desaceleração desde o final do ano passado (Gráfico 6). O aumento da força de trabalho passou de 2,3% em outubro de 2017 para 0,5% em agosto de 2018. Paralelamente, observa-se uma elevação no número de pessoas desalentadas, aquelas que estavam disponíveis para trabalhar, mas não realizaram busca efetiva no período de 30 dias, dentre outras razões, por não haver oportunidades de emprego³. No trimestre encerrado em agosto, o montante de pessoas desalentadas foi estimado em 4,7 milhões de pessoas, superior à média de 1,7 milhão verificada no período de 2012 a 2014.

Os ganhos de renda em termos reais continuam ocorrendo, mas os avanços seguem em ritmo moderado. Nos últimos 12 meses encerrados em agosto, o rendimento médio do trabalho e a massa salarial avançaram, nessa ordem, 1,7% e 3,3% em termos reais. Os números detalhados na Tabela 4 apontam manutenção do poder de compra dos salários, sobretudo entre os grupos de maior remuneração.

² Como mostrado no RAF nº 20, a partir dos chamados microdados da PNADC trimestral é possível extrair que do total 12,9 milhões desempregados no segundo trimestre de 2018, 5,0 milhões de pessoas buscam 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. Ver: <https://bit.ly/2xZagR8>

³ Na entrevista, a pessoa responde que não houve busca efetiva por um dos seguintes motivos: não conseguia trabalho adequado, não tinha experiência profissional ou qualificação, não conseguia trabalho por ser considerado muito jovem ou muito idoso ou não havia trabalho na localidade.

TABELA 4. RENDIMENTO MÉDIO REAL E MASSA SALARIAL

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	jun/18	jul/18	ago/18	jun/18	jul/18	ago/18	jun/18	jul/18	ago/18
Rendimento médio nominal (em R\$)	2 198	2 205	2 225	4.5%	4.7%	5.7%	4.2%	4.5%	4.9%
Rendimento médio real (em R\$)	2 224	2 216	2 225	1.1%	0.8%	1.3%	1.2%	1.4%	1.7%
Com carteira assinada no setor privado	2 124	2 119	2 121	0.2%	0.1%	-0.1%	1.7%	1.8%	1.6%
Sem carteira assinada no setor privado	1 328	1 312	1 326	5.6%	5.1%	5.5%	0.3%	1.5%	1.4%
Trabalhador doméstico	883	874	867	0.2%	-0.1%	-0.7%	1.0%	1.0%	0.9%
Setor público	3 514	3 514	3 493	2.4%	3.2%	2.9%	1.2%	1.8%	1.8%
Empregador	5 381	5 356	5 584	-4.6%	-6.0%	-2.3%	-1.1%	-1.3%	0.3%
Conta Própria	1 628	1 627	1 623	1.4%	1.1%	1.6%	0.6%	0.5%	0.9%
Massa salarial em termos reais (em milhões de R\$)	197 894	198 156	199 852	2.3%	2.0%	2.6%	2.8%	3.0%	3.3%

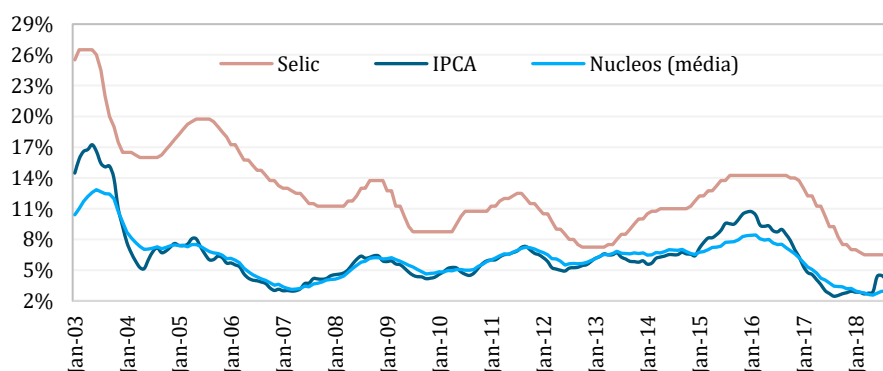
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.3 Inflação e juros

A **tendência da inflação corrente, quando minimizada a influência de choques temporários, encontra-se no limite inferior da meta**. De acordo com o Banco Central, a média dos núcleos de inflação (medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 2,95% em agosto para 3,04% em setembro.

A **elevação dos preços administrados é fonte de pressão relevante sobre o IPCA e se configura como risco para o cenário de inflação no horizonte de curto a médio prazo**. A inflação cheia observada pela variação do IPCA medida em doze meses chegou a 4,5% em setembro (ante 4,2% em agosto). Ressalta-se, como se observa na Tabela 5, que há uma diferença pronunciada entre a dinâmica de preços livres (aqueles mais sensíveis ao ciclo econômico) e dos preços administrados por contratos, sensibilizados na conjuntura recente pelo aumento da tarifa de energia elétrica (reflexo do baixo nível dos reservatórios de hidrelétricas) e pela cotação internacional do preço do petróleo e da taxa de câmbio sobre o preço doméstico da gasolina.

GRÁFICO 7. SELIC, IPCA E NÚCLEOS DE INFLAÇÃO



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI

TABELA 5. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR

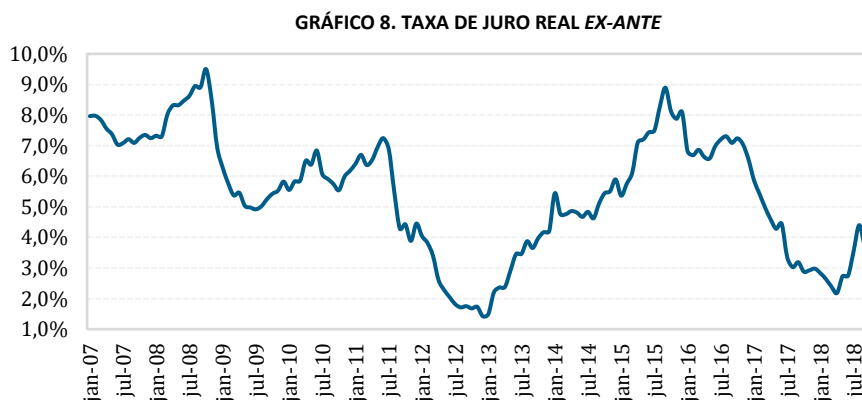
Inflação ao consumidor	Variação acumulada em 12 meses					
	abr/18	mai/18	jun/18	jul/18	ago/18	set/18
Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC	1,7%	1,8%	3,5%	3,6%	3,6%	4,0%
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA	2,8%	2,9%	4,4%	4,5%	4,2%	4,5%
Preços administrados	8,3%	8,1%	11,8%	11,3%	9,6%	10,4%
Preços livres	1,0%	1,1%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%
Alimentação no domicílio	-4,7%	-3,8%	0,1%	0,3%	1,5%	2,2%
Industriais	1,3%	1,3%	1,6%	1,7%	1,6%	1,8%
Serviços	3,5%	3,3%	3,2%	3,5%	3,3%	3,2%
Média dos núcleos de inflação	2,6%	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%	3,0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Apesar da pressão sobre o nível de preços decorrente da variação cambial (atualmente a taxa de câmbio encontra-se no patamar de R\$ 4,00), as expectativas de inflação para 2018, 2019 e 2020 – captadas pela mediana de mercado do Boletim Focus para o IPCA (4,3%, 4,2% e 4,0%) – mantêm-se alinhadas à meta de inflação estabelecida (4,5%, 4,25% e 4,0%). No último Relatório de Inflação⁴, um estudo produzido pelo Banco Central mostrou que a sensibilidade dos preços livres à variação da taxa de câmbio (repassa cambial), decorrente do encarecimento de insumos e produtos finais importados, pode variar em magnitude dependendo de fatores como a ancoragem das expectativas de inflação e o estágio do ciclo econômico. No quadro atual, com o nível de atividade evoluindo apenas lentamente (e alto grau de ociosidade dos fatores produtivos) e as expectativas de inflação ancoradas, o repasse do câmbio para a inflação tende a ser reduzido. Dessa forma, a projeção para a taxa Selic, presente no Boletim Focus, ainda é de manutenção do atual patamar (6,5% a.a.) até a reunião de março de 2019.

A elevação da curva de juros sensibiliza o custo do crédito podendo afetar a velocidade de recuperação do nível de atividade e do emprego. Desde o início do ciclo de flexibilização monetária, iniciado em setembro de 2016, o Banco Central reduziu a taxa básica de juros em 7,75 pontos percentuais, de 14,25% para 6,5%. As previsões implícitas nos contratos de juros futuros, por sua vez, embutem probabilidade de elevação da taxa básica de juros ainda em 2018, em

um cenário doméstico (de restrição fiscal e incertezas decorrentes da corrida eleitoral) e externo (dada a trajetória de aumento da taxa de juros nos Estados Unidos) que trazem potenciais riscos à dinâmica prospectiva de inflação. Como mostra o Gráfico 8, a taxa de juros real *ex-ante* (medida pela taxa dos contratos futuros de um ano deflacionada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses obtida no Boletim Focus), depois de ter atingido um ponto de mínimo em abril (2,2%) subiu para 4,4% em agosto e 3,7% em setembro.



Fonte: Anbima e Banco Central. Elaboração: IFI.

⁴ Ver <https://www.bcb.gov.br/https/relinf/port/2018/09/ri201809b9p.pdf>