

CONTEXTO MACROECONÔMICO

Os dados consolidados de atividade mostraram expansão moderada em abril. Em maio, a melhora da produção industrial também traz algum alento à retomada que começa a ser esboçada pela economia. Uma parte importante desse movimento ainda é reflexo das externalidades geradas pela safra agrícola na cadeia produtiva. Sinais mais benignos também podem ser extraídos do mercado de trabalho, principalmente pela recomposição do salário médio em termos reais, porém o estoque ainda muito elevado de pessoas desempregadas limita a reativação do consumo.

O bom desempenho da inflação corrente (resultante, em grande medida, do desaquecimento da economia e do efeito da safra agrícola sobre os preços de alimentos), as expectativas de inflação ancoradas, a taxa de câmbio relativamente estável e a abertura do hiato do produto abrem espaço para redução mais célere da Selic.

A convergência dos juros básicos para patamares mais baixos – movimento que é auxiliado pela decisão recente do Conselho Monetário Nacional (CMN) de reduzir a meta de inflação para 4,25% em 2019 e para 4,0% em 2020 – está intimamente ligada ao nível do juro real neutro¹ e, portanto, à evolução do processo das reformas estruturais.

Atividade econômica e mercado de trabalho

Os indicadores de alta frequência mostram um cenário de expansão moderada da economia no início do segundo trimestre (Tabela 1). O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) apontou crescimento de 0,3% entre março e abril, após ajuste sazonal, variação muito próxima da apresentada pelo Monitor do PIB calculado pela FGV (0,4% na mesma comparação).

A ampliação das vendas realizadas no comércio varejista e no setor de serviços e, também, o aumento do volume produzido pela indústria, contribuíram para o quadro ligeiramente positivo sintetizado nos índices agregados.

TABELA 1. INDICADORES MENSIS DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Var. Mês contra Mês			Var. Ano contra Ano		
	mar/17	abr/17	mai/17	mar/17	abr/17	mai/17
IBC-Br	-0,4%	0,3%	-	0,8%	-1,7%	-
Monitor do PIB	-0,1%	0,4%	-	0,2%	-1,3%	-
Agropecuária	-3,3%	-0,5%	-	23,2%	19,4%	-
Indústria	0,1%	-0,4%	-	4,1%	-1,2%	-
Serviços	-0,4%	1,1%	-	0,7%	1,3%	-
Produção industrial	-1,6%	1,1%	0,8%	1,8%	-4,2%	4,0%
Bens de Capital	-1,9%	1,9%	3,5%	5,4%	-4,7%	7,5%
Bens intermediários	-2,5%	2,0%	0,3%	0,6%	-3,3%	2,9%
Bens de Consumo	-2,0%	0,0%	1,3%	2,8%	-6,9%	4,9%
Vendas no varejo ampliado	-0,8%	1,5%	-	-1,9%	-0,4%	-
Receita do setor de serviços	-2,6%	1,0%	-	-5,2%	-5,6%	-

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

As vendas do comércio varejista ampliado, capturadas na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC – IBGE), cresceram 1,5% em abril, após contração de 0,8% em março. Já o aumento na receita real do setor de serviços em abril (1,0%), divulgada na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), não foi suficiente para compensar a variação negativa de 2,6% no mês anterior.

De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM-IBGE), a atividade do setor manufatureiro aumentou 0,8% em maio, sucedendo a taxa positiva de 1,1% em abril. Na comparação com maio de 2016, o incremento foi de 4,0%. Todos os segmentos que compõem o resultado agregado apresentaram incrementos marginais na produção, destacando-se os bens de capital (3,5%).

A abertura² dos dados do IBGE permite verificar que o desempenho do segmento de bens de capital decorre, principalmente, do aumento da demanda por máquinas e peças agrícolas. Enquanto a produção total de bens de capital acumulou alta de 0,9% nos últimos doze meses encerrados em maio, a produção de máquinas e de peças agrícolas acumulou variações de 20,8% e 27,2%, respectivamente.

¹Juros que permitem à economia crescer sem pressão inflacionária.

²O IBGE publica mensalmente índices especiais para o setor de bens de capital. A versão de abril de 2017 pode ser consultada aqui: <http://bit.ly/2sUfjwK>.

O Banco Central, em estudo recente³, mostrou com um exercício econométrico que o impacto mais forte da safra agrícola recorde na atividade se concentra no primeiro trimestre. As evidências sugerem que o choque positivo das colheitas, protagonista do crescimento do PIB nos primeiros três meses do ano, deve se dissipar ao longo dos próximos meses, reforçando a avaliação de que uma retomada consistente dependerá cada vez mais dos fundamentos da demanda.

Apesar da expansão que começou a ser delineada nos dados de bens de capital (um dos componentes da formação bruta de capital fixo, isto é, do investimento agregado) e das vendas no comércio – impulsionadas pelo aumento da renda real, pela redução do endividamento das famílias e, em algum grau, pelo saque de recursos das contas inativas do FGTS – existem ainda restrições à recuperação consistente do investimento e do consumo que merecem ser destacadas.

Em primeiro lugar, as sondagens realizadas pela FGV com empresários e consumidores capturaram, na divulgação de junho (Tabela 2), aumento das incertezas gerado pela turbulência no cenário político. Essa situação, que pode afetar as decisões dos agentes de consumir e investir, é visualizada no Indicador de Incerteza da Economia (FGV), que subiu 14,4 pontos apenas na passagem de maio para junho.

TABELA 2. ÍNDICES DE CONFIANÇA E INDICADOR DE INCERTEZA

Sondagens	Índices mensais e variação percentual		
	mai/17	jun/17	var.
Índice de Confiança do Consumidor	84,2	82,3	-1,9 p.p.
Situação atual	70,5	70,1	-0,4 p.p.
Expectativas	94,6	91,7	-2,9 p.p.
Índice de Confiança da Indústria	92,3	89,5	-2,8 p.p.
Situação atual	89,0	87,0	-2,0 p.p.
Expectativas	95,7	92,1	-3,6 p.p.
Índice de Confiança de Serviços	84,7	81,9	-2,8 p.p.
Situação atual	77,9	77,5	-0,4 p.p.
Expectativas	91,7	86,5	-5,2 p.p.
Indicador de Incerteza da Economia	128,1	142,5	14,4 p.p.

Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Do conjunto de dados do mercado de trabalho atualizados até maio, é possível extrair informações positivas. No Cadastro Geral de Empregados e

Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego, o saldo entre contratações e desligamentos para o mês de maio foi de aproximadamente 34 mil vagas. O número positivo é explicado basicamente pela redução no ritmo de demissões no mercado formal, e não por aumento nas novas contratações. A geração de novas vagas ainda não foi desencadeada nos diversos setores de atividade. Todos os setores apresentam queda, como se pode observar na Tabela 3.

TABELA 3. ESTOQUE DE EMPREGO COM CARTEIRA ASSINADA

Emprego Formal - Caged	Taxa de variação em 12 Meses	
	mai/16	mai/17
Total	-3,3%	-3,4%
Extrativa Mineral	-5,8%	-5,1%
Indústrias de Transformação	-6,9%	-4,7%
Serviços Industriais de Utilidade Pública	-1,7%	-2,6%
Construção Civil	-12,7%	-13,5%
Comércio	-1,6%	-2,2%
Serviços	-1,3%	-2,2%
Administração Pública Direta e Autárquica	-1,2%	-1,1%
Agricultura	-0,1%	-0,7%

Fonte: Caged – MTE. Elaboração: IFI.

Na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua (pesquisa com informações mais abrangentes que o Caged ao agregar indivíduos do mercado informal), a taxa de desemprego recuou de 13,6% em maio para 13,3% da força de trabalho em junho. Na comparação com junho de 2016, o aumento da taxa de desemprego perdeu força (2,1 p.p. ante 2,4 p.p. em abril), mas, ainda assim, as estatísticas englobam um contingente significativo de pessoas desocupadas (13,8 milhões).

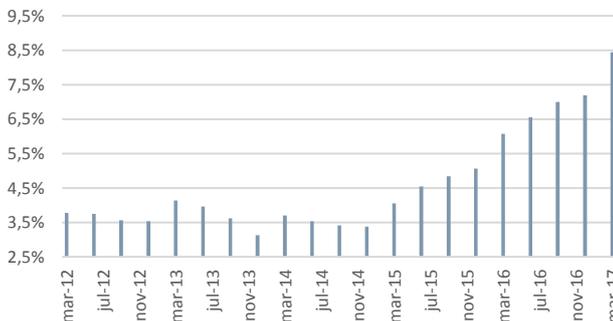
O tamanho do estoque de pessoas na condição de desemprego expõe a intensidade do ajuste provocado pela recessão econômica sobre o mercado de trabalho. A análise das estatísticas abertas por grupos populacionais (o que é possível por meio dos microdados da PNAD Contínua disponíveis na frequência trimestral) permite dimensionar a gravidade do fenômeno.

Em março de 2017, enquanto a taxa de desemprego da economia atingiu 13,7%, a taxa de desemprego das pessoas responsáveis pelo domicílio foi de 8,4% - patamar extremamente elevado se comparado à média

³O artigo pode ser encontrado aqui: <http://bit.ly/2sUK04F>.

de 3,6% registrada entre 2012 e 2014. Em outras palavras, do estoque de aproximadamente 14 milhões de pessoas desempregadas no primeiro trimestre de 2017, 4 milhões eram chefes de família.

GRÁFICO 1. TAXA DE DESEMPREGO DOS RESPONSÁVEIS PELO DOMICÍLIO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

À medida que a economia voltar a crescer e gerar oportunidades de emprego, essas pessoas serão realocadas. No curto prazo, de todo modo, é um fator que tem implicações sociais relevantes e concorre para explicar a demora na reativação do consumo.

Em resumo, apesar da melhora dos dados de alta frequência em abril e maio, os modelos de projeção para o PIB do segundo trimestre apontam para uma retração de 0,3% em relação ao primeiro trimestre no ano. A manutenção dessa estimativa negativa da IFI para o PIB do segundo trimestre (publicada no RAF de junho) é explicada pelo carregamento estatístico deixado pela retração dos dados de março (tanto da produção quanto do varejo e serviços), pela piora dos índices de confiança dos agentes econômicos em junho, pela recuperação ainda frágil do mercado de trabalho.

A expectativa de crescimento mais moderado da produção industrial em junho, em razão dos sinais emitidos pelos indicadores antecedentes conhecidos também é um fator limitante para o PIB do segundo trimestre. Além da piora da confiança dos empresários do setor, o Índice Gerente de Compras⁴ (PMI) recuou de 52 pontos em maio para 50,5 pontos em junho.

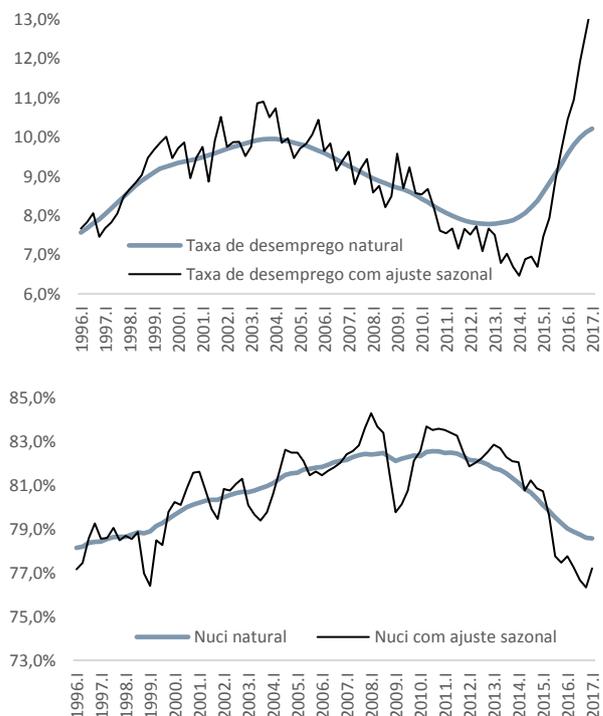
⁴O indicador PMI, calculado pela consultoria Markit, consolida informações de encomendas, produção, vendas, estoques e preços a partir de uma amostra de aproximadamente 400 empresas.

Hiato do produto, inflação e política monetária

Além da taxa de desemprego em patamar extremamente elevado, a utilização reduzida da capacidade instalada na indústria amplifica a situação atual de elevada ociosidade dos fatores produtivos que caracteriza a economia. De acordo com dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), os parques industriais operaram com 77,9% da capacidade instalada em maio, número que é inferior à média dos últimos cinco anos (80%).

Para ilustrar essa situação, seguimos a metodologia descrita em Aerosa (2008)⁵. O Gráfico 2 reforça a percepção de que os patamares atuais da taxa de desemprego e do nível de utilização da capacidade instalada estão ainda muito distantes de seus patamares naturais, isto é, aqueles condizentes com a economia operando em pleno emprego.

GRÁFICO 2. TAXA DE DESEMPREGO E NUCI



Fonte: IBGE e CNI. Elaboração: IFI.

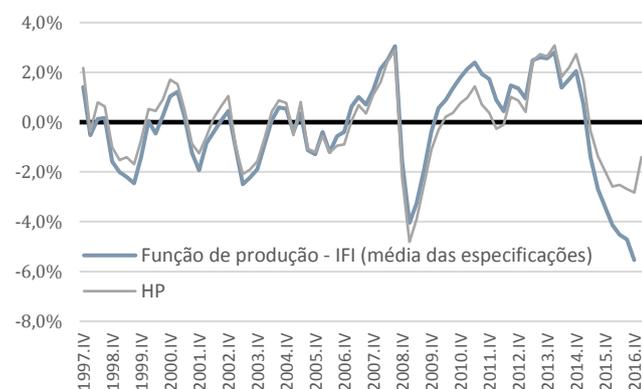
Também é válido notar que a taxa natural de desemprego, após uma sequência de queda contínua entre 2004 e 2012, passou a aumentar significativamente a partir do início da crise iniciada em 2014. No primeiro

⁵Aerosa, M. (2008). "Combining Hodrick-Prescott filtering with a production function approach to estimate output gap". Working Paper Series 172 do Banco Central.

trimestre, estimada em 10%, ela atingiu o patamar mais alto da série histórica.

Pelas estimativas da IFI, o hiato do produto (entendido como a diferença entre o PIB realizado e o PIB potencial – variável muito importante para a calibração da política monetária) encontra-se hoje ao redor de -5,0%, mais aberto, portanto, que a estimativa sugerida pelo filtro estatístico Hodrick – Prescott (HP)⁶. A projeção central, exibida no Gráfico 3, refere-se à média de um conjunto de modelos estimados⁷. Esse método é inspirado na prática do Office for Budget Responsibility (OBR), a IFI do Reino Unido.

GRÁFICO 3. HIATO DO PRODUTO



Fonte: IFI.

Essa ociosidade elevada da economia é um dos principais fatores que explicam a trajetória benigna da inflação, sobretudo dos preços mais sensíveis ao ciclo econômico. O efeito da safra agrícola sobre os preços de alimentos também tem assumido um papel relevante nesse processo.

Em junho, a variação acumulada em 12 meses do IPCA foi de 3,0% (ante 3,6% em maio), a mais baixa desde maio de 2007, acompanhando a desaceleração dos preços livres (2,9% em junho ante 3,3% em maio) e administrados (3,3% ante 4,4%). O processo de desinflação é reforçado pelo recuo das medidas de núcleo. A partir da exclusão de itens de maior volatilidade, os núcleos mostram uma tendência mais bem definida dos preços. O núcleo calculado por médias aparadas com suavização, por exemplo, variou 4,43%

⁶O filtro HP normalmente é utilizado para extrair a tendência das séries.

⁷Além do filtro estatístico HP univariado, foram estimados modelos que levam em consideração uma estrutura para a economia, a partir da abordagem da função de produção, que relaciona a capacidade de produção à oferta de insumos (capital e trabalho) e à produtividade

nos últimos doze meses encerrados em junho, (4,74% até maio).

É importante ressaltar que a variação acumulada em 12 meses pelo IPCA em junho de 2017 (3,0%) define o teto para o crescimento dos gastos primários da União de 2018, que será de R\$ 1.341,9 bilhões (aumento de R\$ 39 bilhões na comparação com o limite válido para 2017). As implicações sobre o quadro fiscal para 2018 serão exploradas na Seção 4.

Além do bom desempenho dos preços correntes, endossado pela deflação no IGP-M de junho (-0,78% no acumulado em 12 meses), as expectativas na pesquisa Focus (que o Banco Central faz com o mercado) estão ancoradas e a taxa de câmbio tem oscilado ao redor de R\$ 3,30/US\$. Esses fatores, associados à evidência de que o hiato do produto permanece muito negativo, nos levou a revisar a projeção para o IPCA de 2017, de 4,2% para 3,7%. Para 2018, a revisão foi de 4,6% para 4,4%.

O Banco Central sinalizou, no Relatório de Inflação, que o principal fator de risco sobre as perspectivas de inflação está associado ao aumento da incerteza sobre o processo de aprovação de reformas. Em um ambiente menos propício à implementação do ajuste fiscal, a taxa de juros neutra da economia (calculada pela suavização da taxa de juros real *ex-ante*) convergiria para um patamar mais elevado. Apesar do risco político e do efeito potencial sobre a taxa de juros neutra da economia, avaliamos, pelas razões expostas, que há espaço para uma queda mais pronunciada da taxa básica, em benefício da dinâmica da dívida pública.

Para ilustrar os fatores que costumam guiar a decisão de política monetária, montamos um exercício a partir de uma regra de Taylor⁸ – equação que relaciona a taxa de juros com a taxa de juros real neutra, o desvio da inflação esperada em relação à meta e o hiato do produto.

Pela regra, a taxa de juros sugerida aumenta com a taxa nominal neutra (taxa real neutra acrescida da meta de inflação), se as expectativas de inflação estiverem acima da meta e se o PIB efetivo estiver acima do seu potencial.

destes. A IFI publicará em agosto um estudo especial detalhando as metodologias e as estimativas utilizadas no cálculo do hiato do produto e do PIB Potencial.

⁸Maiores detalhes podem ser vistos no link: <http://bit.ly/2tPEXXY>.

No exercício, consideramos variações no parâmetro associado ao hiato, atribuindo menor ou maior peso: 0,1, 0,5 e 0,9.

Assumindo diferentes hipóteses para a sensibilidade da autoridade monetária ao hiato do produto e considerando as premissas para inflação e atividade da IFI, parece haver espaço para que o corte de Selic vá além do patamar de 9,0% projetado até então e convirja para 8,5% em 2017 e patamar mais próximo de 8,0% em 2018, como já sugerem as expectativas de mercado na Focus.

Nesse sentido, a Tabela 4 ilustra que o patamar da Selic no final de 2017 prescrito pela regra nas especificações em que o Banco Central atribui peso equivalente para os desvios da inflação e o hiato (coluna b) e maior peso para o hiato do produto (coluna c) é inferior a 9,0%: 8,57% no primeiro caso e 7,90% no segundo.

Vale dizer que o exercício auxilia, ainda que de maneira simplificada, a visualizar as implicações da crise política na dinâmica de juros (por meio de diferentes percepções sobre as trajetórias do hiato e do juro neutro real).

Adicionalmente realça que a convergência da Selic para patamares mais baixos – movimento que é auxiliado pela decisão recente do Conselho Monetário Nacional (CMN) de reduzir a meta de inflação para 4,25% em 2019 e para 4,0% em 2020 - está intimamente ligado ao nível do juro real neutro e, portanto, dependente da evolução do processo das reformas estruturais.

Nos próximos anos, com a inflação ancorada na meta de 4,0%, a taxa de juros real ao redor de 4,5% e o crescimento do PIB em linha com o nível potencial, a Selic deve convergir no cenário base da IFI para 8,5%.

TABELA 4. REGRA DE TAYLOR

Período	Selic	Expectativa para o IPCA 12 meses à frente	Meta de inflação	Juro real neutro	Hiato	Selic prescrita pela Regra de Taylor		
						a) Coeficiente utilizado para o hiato: 0,1	b) Coeficiente utilizado para o hiato: 0,5	c) Coeficiente utilizado para o hiato: 0,9
jan-17	13,00%	4,76%	4,50%	6,0%	-4,98%	11,42%	10,03%	8,64%
fev-17	12,25%	4,55%	4,50%	6,0%	-4,98%	10,92%	9,53%	8,13%
mar-17	12,25%	4,57%	4,50%	5,9%	-4,98%	10,66%	9,26%	7,87%
abr-17	11,25%	4,64%	4,50%	5,8%	-3,60%	10,77%	9,76%	8,75%
mai-17	10,25%	4,62%	4,50%	5,7%	-3,60%	10,38%	9,37%	8,36%
jun-17	10,25%	4,46%	4,50%	5,6%	-3,60%	9,85%	8,84%	7,83%
2017		4,35%	4,50%	5,1%	-1,66%	9,24%	8,57%	7,90%
2018		4,25%	4,50%	4,1%	-0,21%	8,23%	8,15%	8,06%

Fonte: Elaboração e projeções: IFI.