

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

### 1.1 Atividade Econômica

O Produto Interno Bruto (PIB) referente ao segundo trimestre - divulgado pelo IBGE - apresentou alta de 0,2% em relação ao trimestre anterior e de 0,3% frente ao mesmo período de 2016. O indicador que mede a produção da economia em termos agregados não registrava variação positiva na comparação interanual desde o primeiro trimestre de 2014, interrompendo, portanto, uma sequência negativa de doze trimestres.

Na comparação com o primeiro trimestre (já descontados os efeitos de sazonalidade), os dados apresentados pelo IBGE, sintetizados na Tabela 1, mostram que a contribuição positiva para o crescimento do PIB de 0,2% veio exclusivamente do setor de serviços (com crescimento de 0,6%). Dentre seus componentes, a principal influência veio do comércio (1,9%), como já indicavam os dados da Pesquisa Mensal do Comércio. Por outro lado, constatou-se estabilidade do PIB da agropecuária (0,0%) e contração do PIB industrial (-0,5%). As expansões moderadas na indústria extrativa (0,4%) e de transformação (0,1%) foram insuficientes para compensar as variações negativas das atividades de construção civil (-2,0%) e eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana (-1,3%). Há evidências de que as perdas na construção civil, componente importante dos investimentos, venham tanto do componente imobiliário quanto de infraestrutura.

**TABELA 1. TAXA TRIMESTRAL EM RELAÇÃO AO MESMO PERÍODO DO ANO ANTERIOR E AO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR**

	1T/2017		2T/2017	
	Var. %	Var. %	Var. %	Var. %
	1T/2017	4T/2016	2T/2016	1T/2017
<b>PIB</b>	<b>-2.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0.2%</b>
Agropecuária	15.2%	11.5%	14.9%	0.0%
Indústria	-1.1%	0.7%	-2.1%	-0.5%
Serviços	-1.7%	0.2%	-0.3%	0.6%
Famílias	-1.9%	0.0%	0.7%	1.4%
Governo	-1.3%	-0.7%	-2.4%	-0.9%
FBCF	-3.7%	-0.9%	-6.5%	-0.7%
Exportações	1.9%	5.2%	2.5%	0.5%
Importações	9.8%	0.6%	-3.3%	-3.5%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Quando observada pela ótica da demanda, a expansão do PIB frente ao primeiro trimestre se deveu à reativação do consumo das famílias (1,4%), que voltou a crescer após nove trimestres. Dentre as razões que explicam a volta do consumo para o terreno positivo, destaca-se o impulso adicional da liberação dos saques de contas inativas do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

De acordo com informações da Caixa Econômica Federal, cerca de R\$ 44 bilhões foram resgatados entre março e julho (fim do prazo para os saques) por 25,9 milhões de trabalhadores. Apesar de não ser possível rastrear o uso desses recursos (quitação de dívidas, poupança/investimento ou consumo) diretamente dos indicadores de atividade econômica, uma pesquisa<sup>1</sup> recente realizada pelo Serviço de Proteção ao Crédito (SPC Brasil) em 12 capitais nas 5 regiões

<sup>1</sup> Disponível em: <http://bit.ly/2eBbpUA>

do País durante o mês de julho sugere que cerca de 45% dos brasileiros usaram ou pretendem usar os recursos do FGTS para consumir. O percentual é superior ao obtido no levantamento realizado pela FGV em março no âmbito da Sondagem do Consumidor, segundo o qual cerca de 10% dos entrevistados planejava destinar os recursos para compras.

Os indícios sugerem que a medida estimulou o consumo no segundo trimestre, mas a expansão da renda real do trabalho, a queda da taxa de juros, o aumento incipiente das concessões de crédito às pessoas físicas e a redução da taxa de desemprego (ainda que influenciada, em um primeiro momento, pelo aumento das ocupações sem vínculos formais) também trouxeram um alento para a recuperação incipiente da rubrica de maior participação no PIB.

Nessa direção, vale ilustrar que o indicador de comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida (Gráfico 1) tem diminuído nos últimos meses (em julho de 2017 chegou a 21,1%, ante 22,4% em julho de 2016), o que advém da redução do peso dos juros. Assim, mesmo com o esgotamento da influência dos saques do FGTS, que foram encerrados no final de julho, os fundamentos indicam uma dinâmica prospectiva sustentável para o consumo, ainda que em magnitude mais branda que a registrada na divulgação deste segundo trimestre.

Quanto aos demais componentes da demanda interna, o consumo do governo (-0,9%), em linha com o ajuste fiscal em curso, e a formação bruta de capital fixo (-0,7%) seguiram em queda na comparação com o trimestre anterior. O desempenho ainda muito fraco dos investimentos decorre da redução dos gastos públicos, grande ociosidade da capacidade produtiva (medida pelo NUCI - Nível de Utilização da Capacidade Instalada<sup>2</sup>) e elevado nível de incertezas na economia, sobretudo no que diz respeito ao equacionamento do problema fiscal.

A taxa de investimentos da economia - a formação bruta de capital fixo como proporção do PIB - diminuiu para 15,5% do PIB no segundo trimestre e atingiu o menor patamar da série histórica. O indicador manteve a trajetória de queda sistemática iniciada em meados de 2013, período em que oscilava ao redor de 21% do PIB (Gráfico 2). O patamar extremamente reduzido dos investimentos explica a velocidade lenta de reação da economia no curto prazo e, ao mesmo tempo, restringe o potencial de crescimento econômico no longo prazo.

A demanda interna (composta pelo consumo das famílias e governo e a formação bruta de capital fixo), base das receitas fiscais, colaborou com 0,5 ponto percentual para o crescimento do PIB do segundo trimestre - influência positiva que não se verificava desde o primeiro trimestre de 2015 -, refletindo exclusivamente a expansão do consumo das

**GRÁFICO 1. COMPROMETIMENTO DE RENDA DAS FAMÍLIAS COM O SERVIÇO DA DÍVIDA JUNTO AO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**GRÁFICO 2. TAXA DE INVESTIMENTO (% PIB)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>2</sup> Razão entre a utilização e a capacidade de produção instalada.

famílias. Em paralelo, a contribuição dos estoques, ao contrário do que observou no período anterior, foi negativa em 0,7 ponto percentual.

Ainda do ponto de vista da demanda agregada, as exportações de bens e serviços tiveram variação positiva de 0,5%, reduzindo o ímpeto registrado no trimestre anterior, enquanto que as importações recuaram 3,5% em relação ao primeiro trimestre de 2017, o que reforça a reação ainda tímida da atividade produtiva. Dessa forma, o setor externo contribuiu positivamente com 0,4 ponto percentual.

A abertura do PIB no segundo trimestre, portanto, veio melhor comparativamente ao número do trimestre anterior, quando o crescimento da economia dependeu quase que integralmente do efeito da produção do setor agrícola (convertido, do lado da demanda, em exportações e acumulação de estoques). A atividade econômica doméstica apresenta sinais de recuperação gradual - em especial pelo fôlego do consumo das famílias -, mas ainda não trouxe boas notícias no campo dos investimentos.

Os dados de alta frequência já realizados no terceiro trimestre sugerem, por ora, a continuidade desse processo. A produção industrial cresceu 0,8% em agosto, na comparação com julho, de maneira generalizada entre as principais categorias: bens de capital (1,9%), bens intermediários (0,9%) e bens de consumo (0,6%).

O resultado positivo do segundo trimestre deixou um efeito estatístico (*carry over*) de 0,5% para o restante do ano, valor que representa quanto a economia avançaria em 2017 caso permanecesse estável no terceiro e quarto trimestres. A projeção para o PIB de 2017, está mantida, por ora, em 0,5%, mas com viés de alta devido ao sinal mais consistente de recuperação dos indicadores de alta frequência.

## 1.2 Inflação e taxa de juros

Mesmo com a melhora recente do PIB, o hiato do produto no segundo trimestre (entendido como a diferença entre o PIB realizado e o PIB potencial - variável relevante para a calibração da política monetária) ainda permanece no campo negativo (Gráfico 3), ao redor de -5,0%, de acordo com estimativas da IFI pela abordagem da função de produção<sup>3</sup>. Além da taxa de desemprego em patamar ainda elevado (12,8% da força de trabalho em julho, segundo o IBGE), a utilização reduzida da capacidade instalada na indústria amplifica o quadro de grande ociosidade dos fatores produtivos. De acordo com dados da FGV, o NUCI recuou 0,6 ponto percentual em agosto, para 74,1%, situando-se bem abaixo de sua média histórica, que oscila ao redor de 80%.

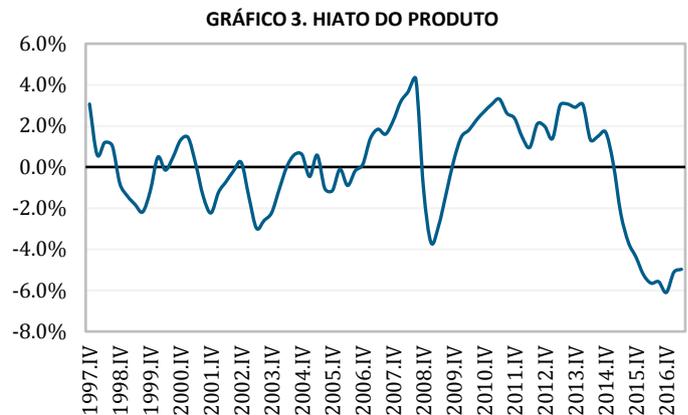
---

<sup>3</sup> A IFI está elaborando estudo especial sobre as metodologias de cálculo do hiato do produto.

A ociosidade dos fatores produtivos ajuda a explicar a trajetória benigna da inflação, sobretudo dos preços mais sensíveis ao ciclo econômico, como os de serviços. Em julho, a variação acumulada em 12 meses do IPCA foi de apenas 2,7% (ante 3,0% em junho). Além da inflação corrente bem abaixo da meta, as expectativas seguem ancoradas e a taxa de câmbio tem oscilado ao redor de R\$ 3,15/US\$, com o prêmio de risco em patamares comportados. Nesse ambiente, a mediana das expectativas para o IPCA, na pesquisa Focus (que o Banco Central faz com o mercado), cedeu de 3,45% para 3,38% para 2017, e de 4,20% para 4,18% para 2018. Para 2019 e 2020 foram mantidas em 4,25% e 4,00%, respectivamente.

Na reunião de julho, o Copom reduziu a Selic em 1,00 p.p. (de 10,25% para 9,25%), ritmo que deverá ser mantido na reunião de setembro. No atual processo de flexibilização monetária, vale dizer que a taxa de juro em termos reais<sup>4</sup> tem caminhado para os patamares mínimos históricos. Depois de atingir 7,4% em agosto de 2016, a taxa real em agosto último encontra-se ao redor de 3,1%, em posição inferior ao nível de equilíbrio estimado<sup>5</sup> (Gráfico 4), o que contribui para estimular a reativação da demanda agregada.

Dado o tamanho do hiato do produto e o quadro benigno de inflação, há espaço para maior redução da meta Selic, estimada em 7,5% no final de 2017 (anteriormente em 8,5%). A alteração é sustentada pelos exercícios de simulação da chamada Regra de Taylor, regra de decisão para fixar os juros de curto prazo, conforme descrição realizada no RAF de julho<sup>6</sup>. Considerando a especificação que atribui peso equivalente para os desvios da inflação e o hiato, o percentual de chegada para a Selic em 2017 fica próximo de 7,5%. Uma sensibilidade mais elevada da autoridade monetária em relação ao hiato do produto levaria os juros para o patamar de 7,0% ao final deste ano, como sugerem as expectativas de mercado no Focus.



Fonte e elaboração: IFI.



Fonte: BCB, Anbima, IFI. Elaboração: IFI

<sup>4</sup> Medida pela expectativa de juros para os próximos doze meses (taxa dos swaps DI pré 360 dias) vis-à-vis a expectativa de inflação para o mesmo período.

<sup>5</sup> Uma mensuração simples da taxa de equilíbrio consistiu em extrair a tendência da taxa de juros real *ex-ante*.

<sup>6</sup> Disponível em: <http://bit.ly/2hD477j>