

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade e mercado de trabalho

Em termos agregados, os dados de atividade apresentaram um quadro de expansão gradual da economia ao longo do quarto trimestre de 2017. No trimestre encerrado em outubro, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção da agropecuária, da indústria e do setor de serviços, aumentou 0,3%, na comparação com o trimestre findo em julho, quando havia crescido 0,2%. O crescimento de 0,3% mostrou-se relativamente disseminado entre as regiões do país, exibindo taxas de variação positivas em quatro das cinco regiões: Norte (0,4%), Nordeste (0,5%), Centro-Oeste (0,3%), Sudeste (0,1%). Apenas o Sul registrou percentual negativo (0,5%).

Setorialmente, o dinamismo da economia nos últimos meses de 2017 tem sido sustentado fundamentalmente pelo comportamento da indústria, à medida que os serviços têm surpreendido negativamente. Enquanto o volume de receita no setor de serviços, capturado na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS - IBGE) diminuiu 1,6% no trimestre findo em outubro, a produção industrial (PIM-IBGE) avançou 0,5% no trimestre encerrado em novembro, em ambos os números, comparados com o trimestre anterior. A produção cresceu em 13 dos 24 setores pesquisados (na comparação trimestral), influenciada, principalmente pelo impulso da produção de automóveis que expandiu 5,1% em novembro. Na mesma comparação, a produção do setor produtor de bens duráveis aumentou 5,9%, a de bens de capital, 2,0%, e de bens intermediários, 0,6%.

No caso dos bens duráveis, em particular, o avanço das exportações líquidas (em *quantum*) trouxe dinamismo ao setor. Segundo informações do Ipea¹, no trimestre encerrado em outubro, o consumo aparente de bens duráveis (*proxy* para a demanda interna, definido como a soma da produção com as importações, menos as exportações) aumentou 2,2%, enquanto a produção subiu 5,7%. Por outro lado, na indústria geral, esses percentuais foram de 2,2% e 0,3%; nos setores produtores de bens intermediários, 1,3% e 0,1%; e bens de capital, 4,4% e 2,9%. Portanto, nesses casos, a taxa de crescimento da demanda interna superou a taxa de crescimento da produção.

Gráfico 1. Indicadores de atividade econômica (séries dessazonalizadas - 1ºT 2014 = 100)

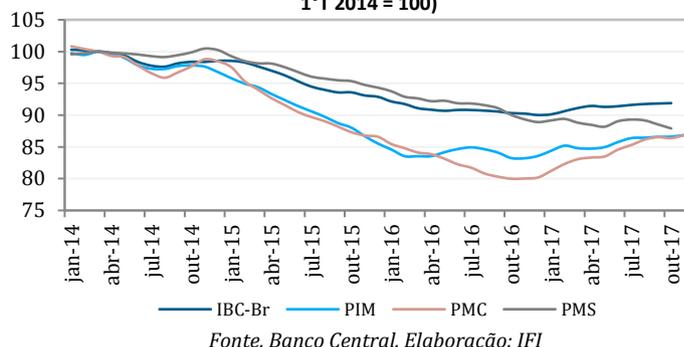
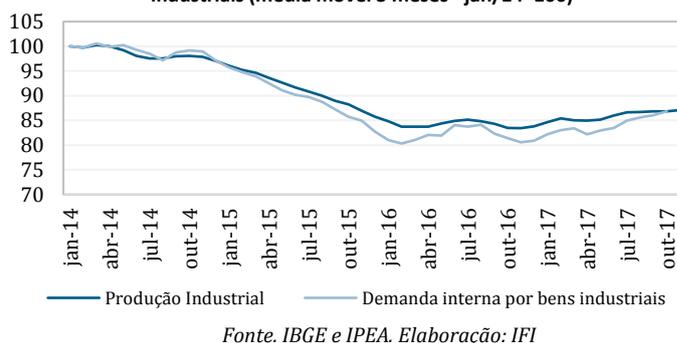


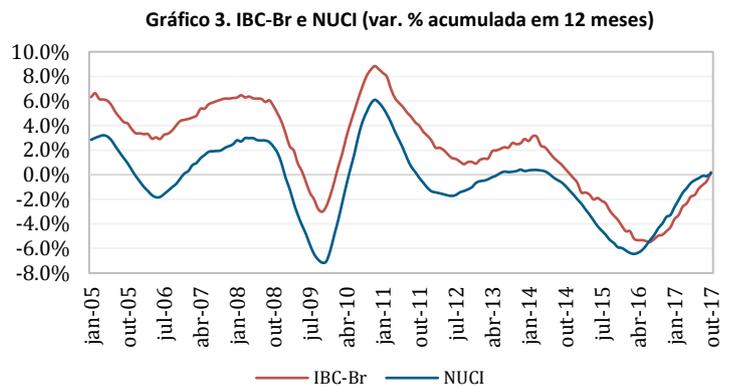
Gráfico 2. Produção industrial e demanda interna por bens industriais (média móvel 3 meses - jan/14=100)



¹ Ver: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/171220_cc37_visao_geral.pdf

As primeiras informações disponíveis sobre o estado da economia em dezembro, advindas dos indicadores de confiança de consumidores e empresários, também mostraram sinais mistos, reforçando a expectativa da IFI de um pequeno avanço para o PIB do quarto trimestre (+0,2% frente ao trimestre imediatamente anterior).

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da FGV recuou 0,4 ponto percentual em dezembro, em relação a novembro, enquanto o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que consolida informações de quatro setores cobertos pelas sondagens empresariais produzidas pela FGV (indústria, serviços, comércio e construção), mostrou elevação de 1,2 ponto, em dezembro, disseminada entre eles. Adicionalmente, cabe destacar que o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI-FGV) aumentou 0,3 ponto percentual entre novembro e dezembro, atingindo 74,5%, o maior desde julho deste ano. O indicador guarda relação estreita com o ciclo da atividade econômica, como se observa pelo Gráfico 3.

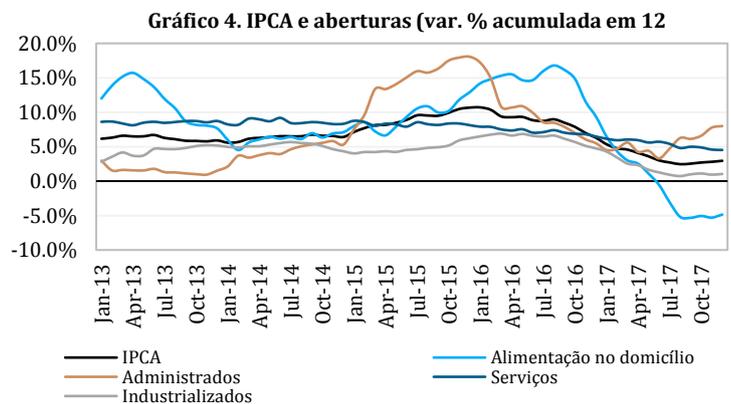


Fonte: FGV e Banco Central. Elaboração: IFI

No mercado de trabalho, os sinais de reativação estão presentes na ampliação da massa de salários (composição da população ocupada e rendimento médio). Em novembro, o indicador avançou 4,5% em termos reais frente ao mesmo período do ano anterior, resultado do crescimento de 1,9% da população ocupada e de 2,6% do rendimento médio real do trabalho. O avanço do contingente de ocupados, por sua vez, ainda é determinado pelas categorias de empregos sem carteira assinada (crescimento de 6,9% frente a novembro de 2016) e de trabalhadores por conta própria (5,0%), enquanto os empregos com carteira assinada diminuiram 2,5%. Em relação à renda do trabalho, a o processo de desinflação ainda beneficia a preservação do poder aquisitivo.

1.2 Inflação e juros

Apesar da trajetória de recuperação moderada da atividade, a posição cíclica da economia permanece abaixo de seu nível potencial². Tal fato pode ser exemplificado pelo patamar ainda elevado da taxa de desemprego (12,0% da força de trabalho em novembro) e pelo nível baixo em termos históricos da utilização da capacidade instalada na indústria de transformação. O hiato do produto (diferença entre o produto observado e o produto potencial) negativo ajuda a explicar a trajetória de desaceleração dos índices de preços sensíveis ao ciclo econômico, como os bens industriais e de serviços (Gráfico 4).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

² Para mais detalhes, ver o Tópico Especial “Hiato do Produto na Economia Brasileira”, neste relatório.

No ambiente caracterizado pela elevada ociosidade dos fatores de produção e taxa de inflação abaixo da meta, o processo em curso de flexibilização monetária (o Banco Central reduziu a taxa Selic em 725 pontos base entre outubro de 2016 e dezembro de 2017) conduziu a taxa de juros real para patamares baixos em termos históricos – fonte importante de estímulo ao consumo e investimento privados. Em dezembro, a taxa real de juros *ex-ante*, que leva em conta a taxa de juros esperada no prazo de um ano descontada a expectativa de inflação para o mesmo período, alcançou o patamar de 2,9% ao ano.

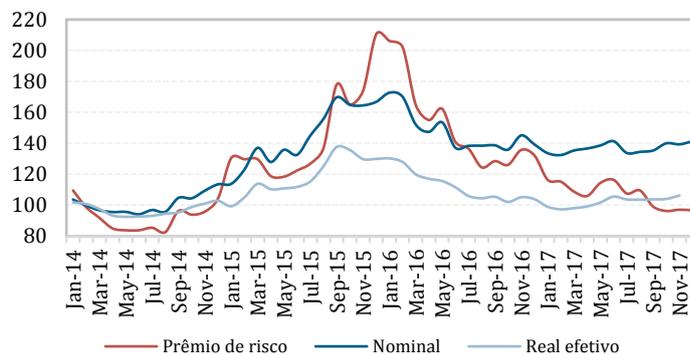
Os comunicados do Banco Central indicam que a margem atual para cortes adicionais da taxa Selic é reduzida e sugerem, portanto, que o fim do ciclo de queda de juros se aproxima. Para exemplificar, no Relatório de Inflação referente ao quarto trimestre de 2017, o modelo da autoridade monetária que utiliza as expectativas da pesquisa Focus para a taxa nominal de juros de final de período (6,75% a.a. em 2018 e 8,0% a.a. em 2019 e 2020) e a taxa de câmbio também de final de período (R\$3,30/US\$, R\$3,40/US\$ e R\$3,45/US\$) projeta taxas de inflação (IPCA) próximas à meta: 4,2% em 2018 e 2019 e 4,1% em 2020.

A taxa de câmbio vem exibindo tendência moderada de depreciação, tanto em termos nominais quanto em termos reais³ (Gráfico 5), a despeito da situação muito favorável das contas externas (explorada em detalhes na seção 2). Até o momento, o risco de se investir no país, medido pelo Embi+Br⁴, caminha em patamares reduzidos, estabilizado ao redor de 240 pontos nos últimos três meses do ano.

Por outro lado, há pressão sobre a taxa de câmbio decorrente da redução do diferencial de juros domésticos e internacionais (Gráfico 6), notadamente os Estados Unidos, expressos pelas taxas de juros do mercado futuro de um ano. O estreitamento do diferencial de juros implica redução da expectativa de retorno sobre o investimento no país relativamente ao mercado norte-americano e diminuição dos fluxos de curto prazo.

A referida pressão sobre a taxa de câmbio tende a ser mantida diante das expectativas de novas elevações na taxa de juros norte-americana. Adicionalmente, as incertezas que perpassam o cenário político-eleitoral em 2018 e o desafio de

Gráfico 5. Risco país e taxas de câmbio (1° T 2014 = 100)



Fonte: Banco Central. IFI

Gráfico 6. Diferencial de juros (1 ano) em p.p.



Fonte: Banco Central e Federal Reserve Bank. Elaboração. Elaboração: IFI

³ A taxa de câmbio real ajusta a taxa de câmbio nominal ao diferencial de variação de preços interno e externo, sendo mais adequada para aferir o nível de competitividade externa do país.

⁴ O Embi+Br é calculado pelo banco Jp Morgan e corresponde ao spread, em pontos-base, entre a média ponderada dos prêmios pagos pelos títulos da dívida externa brasileira e a média dos papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos. Quanto menor a pontuação do indicador de risco, menor é o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no país.

reduzir o déficit primário e garantir a sustentabilidade da dívida pública, podem também afetar as medidas de risco país, a taxa de câmbio e as expectativas de inflação.