

HIATO DO PRODUTO

ARTIGO DE FABIO KANCZUK, HEAD
DE MACROECONOMIA DA ASA, E
FERNANDO GENTA, ECONOMISTA-
CHEFE DA XP ASSET



Há algum tempo se observa relevante divergência entre as projeções de inflação do Banco Central e a mediana da pesquisa Focus. Em princípio, essa discrepância poderia ser explicada por diferentes metodologias de projeção, ou até diferentes premissas para juros e dólar. Contudo, quando se foca nas projeções de médio prazo, e se leva em conta a dinâmica mais recente de conjuntura, outro fator se sobressai: o mercado acredita que o hiato do produto, ou o grau de ociosidade econômica, é sensivelmente menor do que aquele considerado pela autoridade monetária.

No Relatório de Inflação de setembro, em face aos dados mais fortes de atividade, o BC apresentou estimativas de hiato do produto encerrando o ano em -1,6%, grau de ociosidade bem maior do que aquele apontado pela mediana do mercado, em -0,3%. Como apresentado na ata da última reunião do Copom, tal disparidade é capaz de explicar quase a totalidade dos desvios entre as projeções de inflação do Copom e o consenso da pesquisa Focus.

Juros neutros maiores implicam fechamento do hiato e uma política monetária ainda mais restritiva que a corrente

No geral, os analistas estimam o hiato do produto aplicando filtros estatísticos sobre as séries do PIB (Produto Interno Bruto) e do mercado de trabalho. Tal método atribui toda variação de curto prazo da atividade econômica a movimentos de demanda, negligenciando potenciais choques de oferta. Já os modelos estruturais, como os utilizados pelo BC, estimam o hiato com várias séries econômicas, e incluem equações que buscam também identificar o impacto de choques de oferta nas oscilações do PIB.

Essa diferença se mostrou muito relevante durante a covid-19, quando o PIB potencial caiu drasticamente com milhões de trabalhadores em casa, empresas fechadas e fábricas paralisadas por falta de peças. Os métodos convencionais sugeriam que a ociosidade da economia teve magnitude quase idêntica ao PIB, recuando 11% em dois trimestres, o que deveria ter gerado deflação de 5%. O hiato do BC, por sua vez, atribuiu quase dois terços da contração do PIB a choques de oferta, permitindo projeção muito mais acurada da inflação no período.

Será que algo semelhante estaria acontecendo agora? Se o fechamento da economia decorreu parcialmente de contração da oferta, é razoável que a reabertura mostre a reversão deste movimento. Adicionalmente, o país passou por mudanças relevantes no setor de logística, com impactos não somente sobre as atividades de construção e produção de bens de capital, mas também em softwares e serviços de informação. Talvez por isso a taxa de investimento cresceu muito mais do que se esperava, atingindo o maior patamar nos últimos 8 anos. Isso impacta positivamente o PIB potencial via acumulação de capital e, mais importante, sugere que os empresários estão antecipando um crescimento sustentável.

É possível que a economia brasileira esteja finalmente mostrando os ganhos de produtividade esperados com as reformas ocorridas de 2016 para cá, após anos de sofrimento com a má-alocação de capital decorrente de políticas públicas questionáveis ao longo da primeira metade da década passada. Neste cenário, parte relevante da retomada em curso tampouco seria fruto de um hiato do produto ficando mais positivo, como sugerem as métricas utilizadas por grande parte do mercado, mas sim de crescimento do PIB potencial.

Se isso é verdade, a ociosidade estimada por muitos imporia novamente um viés significativo nas projeções de inflação, desta vez exagerando para cima. Ao perceber esse ganho de produtividade, da mesma forma que Alan Greenspan o fez na segunda metade dos anos 90 no Fed, o Banco Central poderia, com uma política monetária menos restritiva, permitir maior crescimento sem comprometer o controle da inflação.

Contudo, outro cenário bem diferente também é possível. Uma forma alternativa de avaliar o crescimento potencial de uma economia é observar a evolução de sua produtividade do trabalho, medida pela razão entre o PIB e o número de trabalhadores. Do final de 2019 para cá, o emprego cresceu o dobro do PIB (6% e 3%, respectivamente), sugerindo queda da produtividade do trabalho e, consequentemente, do crescimento potencial. Esse resultado se mantém mesmo quando se considera o efeito da pandemia nas mudanças de demanda relativa entre os setores menos e mais produtivos (serviços e bens), e pelo aumento do estoque de capital. Assim, neste outro cenário, a economia estaria crescendo devido a demanda, algo pouco intuitivo se a política monetária estiver bastante restritiva.

Mas talvez a política monetária não esteja tão restritiva como se pensa. Isso ocorreria caso o juro real estivesse elevado em termos absolutos, mas não em relação à taxa neutra, outra variável não observável que conecta política monetária ao hiato. O juro neutro de uma economia aberta é afetado por uma série de variáveis, como prêmio de risco fiscal e juros internacionais.

Nos últimos dois anos, há bons motivos para acreditar que a evolução do cenário doméstico e internacional contribuiu de forma relevante para o aumento do juro neutro no Brasil e no resto do mundo. No plano doméstico, em que pese o impacto positivo do preço de commodities nos dados de arrecadação, a pandemia e o calendário eleitoral tiveram impactos bastante relevantes no

substancialmente a dívida pública e, consequentemente, o prêmio de risco. Fenômeno semelhante foi observado nas principais economias do mundo, o que gerou uma reprecificação altista nos juros globais de longo prazo.

O Copom atualmente trabalha com juro neutro em 4%, um ponto percentual acima da estimativa apresentada no início da pandemia. Mas é plausível que o patamar seja bem mais alto, compatível às NTN-B mais longas. Neste caso, não apenas o hiato atualmente estimado estaria subestimado, mas sua evolução prospectiva seria muito diferente. Juros neutros maiores implicariam fechamento do hiato e projeções para a inflação sensivelmente mais elevadas do que as consideradas pelo BC.

Ao observar que os dados divulgados nos próximos meses corroboram este segundo cenário, o BC reavaliaria suas hipóteses e projeções, o que levaria à uma política ainda mais restritiva do que a atualmente planejada, seja com novas altas da Selic ou com a manutenção dos atuais 13,75% por mais tempo do que os três trimestres indicados na pesquisa Focus.



Fabio Kanczuk

Head de Macroeconomia

Jeferson Bittencourt

Economista

Angelo Polydoro

Economista - Internacional

Andressa Durão

Economista - Internacional

Leonardo Costa

Economista - Brasil