FGV IBRE

Boletim MACRO

Março 2023 • Nº 141

À espera do novo arcabouço fiscal

Tudo indica que podemos estar em meio a um momento de redirecionamento da trajetória da economia, aqui e lá fora. No âmbito doméstico, o foco na segunda metade de março será a definição do tão aguardado “novo arcabouço fiscal”, tema do momento

FGV IBRE

Agora, a revista de economia mais tradicional do país também é blog

Conheça este novo canal da *Conjuntura Econômica* e acompanhe, a cada semana, matérias e entrevistas que complementam e atualizam as análises que chegam mensalmente aos leitores.

Blog da CONJUNTURA
ECONÔMICA

Disponível em versão mobile e desktop
fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica

À espera do novo arcabouço fiscal

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Tudo indica que podemos estar em meio a um momento de redirecionamento da trajetória da economia, aqui e lá fora. No âmbito doméstico, o foco na segunda metade de março será a definição do tão aguardado "novo arcabouço fiscal", tema do momento na discussão sobre conjuntura doméstica, pelo peso que deve ter no desempenho da economia no restante do atual mandato presidencial. Lá fora, a dificuldade de adaptação à realidade de políticas monetárias menos expansionistas, depois de década e meia de juros reais negativos, colocou em xeque o tamanho das apostas em altas adicionais de juros, com a taxa futura do Fed funds para dezembro deste ano caindo 0,85 ponto percentual em um mês.

Os detalhes sobre as propostas para as regras que irão substituir o teto de gastos como âncora fiscal serão divulgados em breve, mas no momento em que escrevemos este Sumário ainda pouco se sabe sobre elas. Há, porém, princípios básicos que se espera que essas venham a cumprir, como simplicidade e previsibilidade, além de serem factíveis e terem seu cumprimento aferível pela sociedade de forma rápida e simples. Também há bastante expectativa quanto ao seu grau de ambição; isto é, aos resultados que esse novo arcabouço espera gerar nos próximos anos, em termos de retomada dos superávits primários e da sustentabilidade da dívida pública.

Há outras dimensões que também serão foco de atenção. Um elemento que poderia contribuir para maior aceitação da nova regra, por exemplo, é a adoção de uma revisão contínua dos gastos públicos (*spending review*), o que poderia ao longo do tempo elevar sua eficiência. E, não menos importante é saber se elas contam com forte apoio político, elemento crucial para que elas terem credibilidade e serem capazes de ancorar as expectativas.

Lá fora, o tema que ganhou protagonismo nas últimas semanas foi a turbulência no mercado financeiro internacional. Nos EUA, constatou-se uma redução da liquidez do sistema, especialmente para bancos menores, e a dificuldade de algumas instituições adaptarem seus balanços à nova política monetária, com a quebra de alguns bancos regionais e outras instituições menores sofrendo para manter suas atividades. Caso esta crise não seja sanada, o cenário de *credit crunch* pode ocorrer, e o FED poderá ter que adiar seus planos para conter a inflação, para priorizar a estabilidade financeira. Mas, por enquanto, são apenas riscos a serem monitorados pelas autoridades monetárias. A atividade nos EUA continua mostrando um desempenho favorável e a inflação segue persistente.

Na Zona do Euro, o quadro não é muito diferente, como sugere a recente crise de confiança dos investidores em relação ao banco Credit Suisse. A notícia de que o banco central da Suíça vai injetar até 54 bilhões de francos suíços no Credit Suisse aliviou a tensão sobre o setor bancário europeu, trazendo um momento de alívio para o mercado; porém, a questão que está na mente dos investidores é se há mais bancos em situação problemática. A ver.

Mesmo assim, o Banco Central Europeu (BCE) decidiu subir a taxa de juros em 0,5 pp. Na região há melhora na perspectiva de crescimento, diante da diminuição do risco de crise de energia, e os dados de atividade estão mais fortes do que o esperado. Concomitantemente, o núcleo da inflação segue pressionado. De acordo com os comentários da presidente do BCE, Christine Lagarde, a inflação vai seguir muito elevada por um bom tempo, há um longo caminho a ser percorrido até trazê-la de volta para a meta, mas as próximas decisões de

política monetária serão dependentes de para onde os dados caminharem. O tom mais *dovish* do comunicado do BCE, abandonando a sinalização de novas altas nas próximas reuniões, mostra que a instituição está sensível às dificuldades por que passam os bancos da região, com o custo crescente de levantar depósitos e as perdas com a carteira de títulos públicos.

E, por fim, na China, os dados que estão sendo divulgados confirmam a retomada da economia em velocidade compatível com um crescimento em torno de 5% em 2023 (ver seção Em Foco).

Já na América Latina, em diversos países o crescimento econômico ficará abaixo do potencial em 2023. É esperada uma forte contração na Argentina, devido à terrível seca que assola o país e também afeta a região Sul do Brasil. Mas outros países também devem ter desempenho negativo. De fato, a desaceleração é generalizada na região. E, ao mesmo tempo, as expectativas de inflação permanecem elevadas, sem muito espaço para estímulos monetários.

O Brasil segue a mesma tendência. Em média, o PIB ficou estagnado no segundo semestre do ano passado e o carregamento estatístico para 2023 é próximo de zero. Como esperado pelo Boletim Macro, essa desaceleração da atividade deve continuar em 2023, com as sondagens do IBRE confirmando um quadro de enfraquecimento da atividade. No entanto, devido ao excelente desempenho da agropecuária, a projeção para o crescimento do PIB no primeiro trimestre é de 1,0% (TsT) em relação ao último trimestre de 2022. Porém, se o crescimento interanual da agro fosse zero, ou seja, mantendo o mesmo nível do primeiro trimestre anterior, haveria uma contração de 0,2% (TsT) no período.

No todo, o crescimento do PIB deve desacelerar de 2,9% em 2022 para apenas 0,3% em 2023, com os efeitos acumulados da política monetária contracionista, a desaceleração da economia mundial e o elevado grau de incerteza na economia nacional mais que compensando as medidas expansionistas de política fiscal.

Mesmo com todos os desafios do momento, seria possível ter um resultado um pouco melhor para 2023 e, principalmente, para os próximos anos. Sem dúvida, a definição do novo arcabouço fiscal e a aprovação de uma reforma tributária bem desenhada são crucias para caminhar nessa direção. Se conseguirmos recuperar a sustentabilidade fiscal e, ao mesmo tempo, aprovar uma reforma tributária bem feita, poderíamos elevar os ganhos de produtividade na economia, que continuam muito negativos, reduzindo o nosso crescimento potencial, de acordo com os indicadores divulgados pelo Observatório da Produtividade Regis Bonelli.[1] Se isso vai ocorrer, ou não, começaremos a descobrir no futuro próximo.

Com essas questões em mente, podemos assim resumir os destaques desta edição do Boletim Macro FGV IBRE:

- **Atividade econômica – página 7:** Os indicadores de alta frequência de crédito ampliado e de condições financeiras mostraram sinais de desaceleração desde o final do ano passado. Com relação ao crédito, essa tem sido especialmente intensa neste início do ano. Consequentemente, mantemos a nossa expectativa de crescimento baixo em 2023, de apenas 0,3%, abaixo da mediana das projeções de mercado. Com esse cenário, sem ganhos de produtividade e com grande nível de incerteza na economia, os desafios para se obter crescimento mais robusto em 2024 são grandes, considerando que o forte aperto monetário deve persistir pelo menos até o final do ano.

- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os Índices de Confiança do FGV IBRE indicam continuidade da trajetória de desaceleração no início do ano, de forma disseminada entre setores e segmentos. O resultado da prévia de março, no entanto, sinaliza uma possível redução do pessimismo

[1] https://ibre.fgv.br/observatorio-produtividade.

para os próximos meses, porém ainda não tão disseminada. Apesar de positivo, tal resultado deve ser interpretado com cautela, dado o cenário macroeconômico ainda comprometido e os desafios para o crescimento da atividade econômica e a melhora do mercado de trabalho. A indústria deve ter bastante heterogeneidade entre segmentos, com alguns mostrando desempenho favorável e outros com problemas de abastecimento de insumos.

- **Mercado de trabalho – página 11:** A PNAD Contínua divulgou sua edição de janeiro com atraso, mostrando taxa de desemprego em 8,4%, acima do projetado pelo FGV IBRE e pelo mercado. Com ajuste sazonal, a alta do desemprego foi de 0,2p.p. e espera-se uma nova alta de igual magnitude no trimestre móvel de dezembro a fevereiro de 2023. Além de a taxa de desocupação ter mostrado forte queda desde meados de 2021, a desigualdade dos rendimentos efetivos também tem mostrado significativa redução, para nível inferior ao período pré-Covid – ainda que a taxa de participação se contraponha a essa tendência, tendo caído mais para adultos de baixa escolaridade. A menor oferta de trabalho pode ter pressionado os salários em setores que demandam menor qualificação, subindo mais do que naqueles com maior presença de trabalhadores escolarizados. O Caged, por sua vez, mostrou em janeiro sua primeira aceleração, com surpresa positiva de um saldo de 83,3 mil vagas (90,6 mil com ajuste sazonal). Espera-se ainda maior saldo para fevereiro, de 212 mil (106 mil com ajuste sazonal).

- **Inflação – página 14:** Ao se observar os resultados do núcleo inflacionário, cujos principais indicadores acumulam altas em 12 meses em torno de 8,5%, constata-se a elevada persistência inflacionária, sem contar que a inflação também anda muito espalhada, a julgar pelo índice de difusão. Este mostrou que 65% dos produtos e serviços consumidos pelas famílias subiram de preço em fevereiro, patamar que se sustenta há muitos meses.

- **Política monetária – página 15:** Especula-se sobre a possibilidade de a turbulência financeira lá fora e o anúncio do novo arcabouço fiscal aqui no Brasil contribuírem para alguma alteração expressiva na condução da política do BC. O autor do texto sobre política monetária expõe as razões pelas quais não acredita que os recentes eventos externos exercerão alguma influência aqui dentro. Quanto à questão fiscal, o argumento central é que, para fazer diferença significativa, a divulgação do novo arcabouço precisará realmente empolgar e efetivamente promover sensíveis alterações nos principais fatores que atualmente condicionam as ações do BC.

- **Política fiscal – página 16:** Há grande ansiedade sobre o anúncio do novo arcabouço fiscal, que apresentará o novo conjunto de regras fiscais, bem como a estratégia planejada de política fiscal do atual governo ao longo do seu mandato. O que significa zerar o déficit primário em 2024? Segundo os autores, partindo de um déficit de 0,9% do PIB em 2023, e sob algumas hipóteses, seria necessário elevar a arrecadação em aproximadamente 0,7 p.p. do PIB. É um esforço factível, mas que não depende apenas das variáveis que o governo controla, pois a arrecadação dependerá das medidas que o governo irá adotar e que, por sua vez, dependerão de aprovação no Congresso Nacional. Uma conjuntura desfavorável também pode tornar a tarefa difícil, independentemente do empenho do governo para atingir esse objetivo, sendo necessário adotar algum tipo de regra de contingência ou cláusula de escape.

- **Setor externo – página 18:** Incorporando revisões metodológicas do fim do ano passado e novas trajetórias esperadas para os fundamentos do setor externo, esperamos déficits em conta corrente pouco inferiores a 3,0% do PIB no biênio 2023-2024. Ainda que pareçam elevados, não esperamos pressão no resultado do balanço de pagamentos – o cenário externo parece justo.

- **Internacional – página 23:** Queda de juros na esteira de turbulências financeiras não constitui algo incomum nos EUA. As circunstâncias atuais, porém, não parecem dar suporte uma iniciativa como essa, pelo menos não no momento. É fundamental ter em mente que a "balançada" nos mercados financeiros não fez a inflação desaparecer. É preciso dar continuidade ao processo de combate à escalada dos preços. Possivelmente o Fed evitará voltar aos 50 pontos de alta. Na reunião do dia 22, uma alta de 25 pontos parece mais provável. Mas, na hipótese de manutenção da taxa básica, será preciso complementar tal decisão com um discurso hawkish, capaz de fazer os participantes de mercado abandonarem de vez a ideia de queda de juros ainda em 2023.
- **Em foco IBRE – página 24:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Lívio Ribeiro, o tema é: "Economia chinesa"

Atividade econômica

Indicadores mensais contratam desaceleração para o começo de 2023

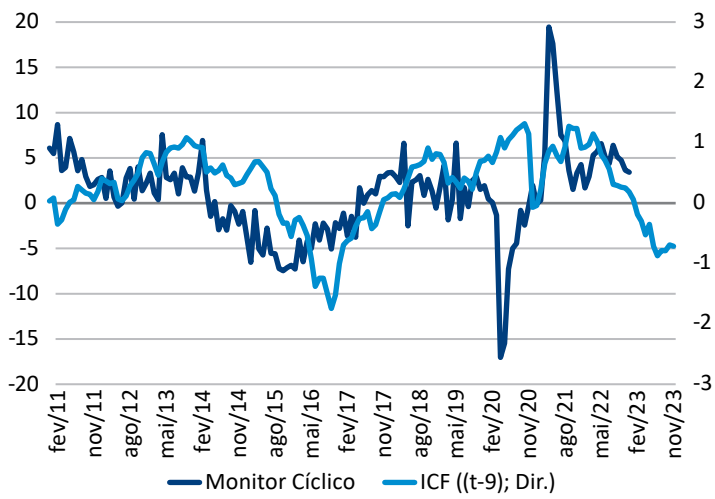
Silvia Matos e Marina Garrido

Os indicadores de alta frequência de crédito ampliado e de condições financeiras mostraram sinais de desaceleração desde o final do ano passado. Com relação ao crédito, a desaceleração tem sido mais intensa neste início do ano. Concomitantemente, há uma tendência negativa principalmente relacionada aos serviços, que foram o grande destaque da atividade no ano passado. Esta tendência é evidente nos dados do IDAT do Itaú, do IGET do Santander e das sondagens do IBRE. Para janeiro, as nossas projeções ainda mostram sinais de resiliência nos principais setores da economia, mas os dados preliminares de fevereiro já começam a dar um tom negativo, que deve permanecer durante o ano todo, com exceção de agropecuária.

Uma das razões para o baixo crescimento é a piora nas condições financeiras do Brasil. O Gráfico 1 mostra uma relação negativa entre aperto das condições financeiras (com defasagem de nove meses) e a atividade econômica, representada pelo Monitor do PIB do FGV IBRE, mas considerando apenas as atividades econômicas consideradas mais cíclicas[2]. Diante do aperto atual, um exercício simples corrobora essa visão mais pessimista para o crescimento do PIB este ano, contratando uma queda para a parte cíclica do PIB em 2023.

Gráfico 1: Monitor do PIB e o Índice de Condições Financeiras

(ICF, escala invertida)



Fonte: FGV IBRE.

[2]O ICF emprega a metodologia do Banco Central: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE076_Indicador_de_condicoes_financeiras.pdf. Com relação aos setores que são mais impactados pela política monetária, foram selecionados 8 setores das Contas Nacionais: indústria de transformação, eletricidade, construção civil, comércio, transporte, serviço de informação e comunicação, intermediação financeira e outros serviços.

Com as mudanças de metodologia das pesquisas mensais divulgadas pelo IBGE, não tivemos acesso ainda aos dados oficiais para o começo do ano, mas nossas projeções indicam um início de 2023 fraco. Para a indústria de transformação, nossas estimativas são de crescimento de 1,9% AsA (-0,2% MsM) em janeiro, ante uma queda de 7,4% AsA em janeiro de 2022. O varejo ampliado deve andar de lado em janeiro se comparado com o mesmo mês do ano anterior, isto é, um crescimento de 1,4% AsA (0,6% MsM).

Nossa expectativa de crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2023 é de 1,0% TsT (2,7% AsA), a partir da perspectiva de um trimestre bastante favorável para a agropecuária (ver Tabela 1). Se o crescimento interanual da agropecuária fosse zero no trimestre e não quase 13%, o PIB teria uma leve contração de 0,2% (TsT) no primeiro trimestre.

Com a manutenção da política monetária restritiva até o fim do ano, a desaceleração global e a persistência na desancoragem das expectativas de inflação, projetamos crescimento do PIB de apenas 0,3% em 2023. O resultado deste ano só está em patamar positivo graças à contribuição de 0,6 p.p. da agropecuária.

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2023.I (TsT)	2023.I (AsA)	2023
Consumo das Famílias	-0.1%	3.2%	-0.6%
Consumo do Governo	-0.5%	-0.1%	1.3%
Investimento	-3.0%	1.4%	0.0%
Exportação	-4.6%	-0.8%	2.9%
Importação	-6.1%	0.0%	0.6%
PIB	**1.0%**	**2.7%**	**0.3%**
Agropecuária	**10.7%**	**12.9%**	**8.0%**
Indústria	**-0.7%**	**0.8%**	**-0.5%**
Extrativa	-1.4%	2.5%	-0.4%
Transformação	0.2%	0.2%	-1.0%
Eletricidade e Outros	-0.3%	0.4%	-0.3%
Construção Civil	-0.3%	2.2%	1.1%
Serviços	**0.0%**	**2.2%**	**-0.1%**

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

Pelo lado da oferta, a indústria deve se contrair no primeiro trimestre deste ano (-0,7% TsT e 0,8% AsA), apesar de a indústria de transformação ter desempenho levemente mais positivo e sua participação chegar a mais de 50% do total do setor. A indústria deve fechar o ano com queda de 0,5%, apenas com construção civil tendo contribuição positiva.

Ainda pelo lado da oferta, o setor de serviços deve começar o ano com estabilidade no primeiro trimestre (0,0% TsT) e crescimento de 2,2% AsA. É importante notar que serviços de administração pública terminaram o ano passado ainda abaixo do patamar pré-pandemia, isto é, do que o quarto trimestre de 2019. A nossa projeção considera que os serviços de administração pública crescerão este ano, pois ainda estão 1% abaixo do patamar pré pandemia. Consequentemente, a queda nos serviços agregados será mitigada. Assim, para o ano fechado o cenário é desafiador, lembrando que a base de crescimento é desfavorável, já que os serviços cresceram muito acima do PIB em 2022, e agora devem registrar ligeira contração de 0,1% em 2023.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve se contrair em 0,1% TsT (+3,2% AsA) no primeiro trimestre de 2023, dados os recentes aumentos do custo de crédito e o alto nível de inadimplência na economia. No agregado, o cenário deve mudar este ano se comparado com 2022 (assim como no setor de serviços), com o consumo das famílias terminando 2023 em contração de 0,6%. Além disso, o investimento deve cair no primeiro trimestre de 2023, -3,0% TsT (+1,4% AsA), dadas as nossas projeções de queda na absorção de máquinas e equipamentos no começo do ano. O investimento deve terminar 2023 com estabilidade, depois de crescer 0,9% ano passado. As exportações devem se contrair em 4,6% TsT (-0,8% AsA), e as importações devem ter resulta-

do inferior: esperamos queda de 6,1% TsT (0,0% AsA). A contribuição positiva do setor externo deve se manter em 2023, com exportação crescendo 2,9% e importação com crescimento de 0,6%. E, por fim, o consumo do governo deve ter crescimento mais baixo do que no trimestre anterior, queda de 0,5% na margem, fechando o ano com crescimento de 1,3%.

Como mencionado anteriormente, nossa projeção de crescimento do PIB em 2023 é de 0,3%. No entanto, é importante destacar que, se não fossem as projeções otimistas de crescimento do setor agropecuário para este ano, teríamos contração do PIB de 0,3%. Esse cenário resulta de desaceleração que começou no terceiro trimestre de 2022 e deve perdurar pelo menos até o final de 2023, dados os efeitos defasados da política monetária restritiva, além dos impactos cumulativos da desaceleração global, também presente em 2023. Ademais, o arcabouço fiscal para este ano traz muita incerteza para a economia doméstica e o baixo nível de ociosidade na economia, em especial no mercado de trabalho, conjuntamente com a desancoragem atual das expectativas de inflação – contratando uma inflação corrente mais elevada –, sugere que pressões inflacionárias no setor de serviços devem demorar a se dissipar.

Expectativas de empresários e consumidores

Sinais de redução do pessimismo

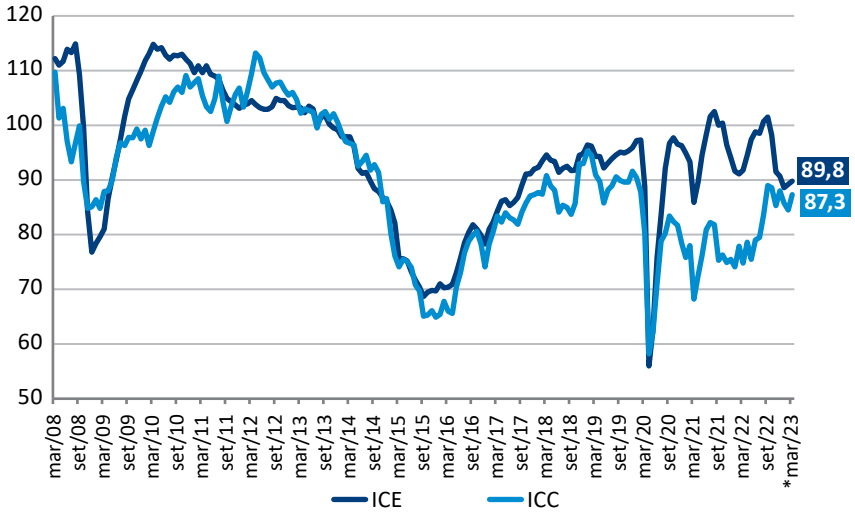
Anna Carolina Gouveia, Stefano Pacini e Viviane Seda Bittencourt

A confiança empresarial e a dos consumidores seguiram tendências opostas em fevereiro. Após quatro quedas consecutivas, o Índice de Confiança Empresarial (ICE) subiu 0,6 ponto no mês – influenciado pela melhora das expectativas –, acomodando-se em patamar ainda baixo, inferior aos 90 pontos. O Índice de Confiança dos Consumidores (ICC), por sua vez, recuou pelo segundo mês seguido, e vem oscilando desde outubro de 2022 numa faixa também muito baixa, entre 85 e 89 pontos.

Uma prévia das sondagens feita exclusivamente para o Boletim Macro IBRE, com dados até o dia 13 de março, indica que a confiança empresarial pode voltar a subir em março, novamente puxada pela diminuição do pessimismo com a evolução futura da economia e dos negócios. Para os consumidores, a prévia sugere recuperação da confiança em março, com melhora da percepção sobre o momento presente e redução do pessimismo em relação aos próximos meses. Na prévia, o ICE e o ICC sobem, respectivamente, 0,6 e 2,8 pontos, encurtando a distância entre os dois indicadores para 2,5 pontos, a menor desde maio de 2020.

Gráfico 2: Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores

(Com ajuste sazonal, em pontos – Dados prévios de março)



Fonte: FGV IBRE.

No âmbito empresarial, são as expectativas que motivam a alta, ainda que tímida, da confiança. Com dados da prévia de março, o ICE-Expectativas subiria 3,5 pontos em março, para 91,4 pontos, e recuperaria quase 40% das perdas acumuladas desde o último trimestre do ano passado. A redução do pessimismo para os próximos meses pode estar associada a um melhor entendimento das políticas econômicas do novo governo, que sinaliza buscar o equilíbrio entre as contas públicas e o déficit social. No caso da confiança dos consumidores, serão necessários sinais mais fortes de recuperação do nível de atividade econômica para que haja melhora sustentável e contínua da trajetória do ICC. No momento, há expectativa de desaceleração do mercado de trabalho concomitante a um elevado endividamento das famílias, além de preços ainda altos de alimentos, principal componente da cesta de bens das famílias, especialmente daquelas de renda mais baixa.

Pelo lado das empresas, a alta da confiança empresarial na prévia de março foi influenciada apenas pelo aumento da confiança da Indústria, enquanto os demais setores caminharam em sentido oposto. Comércio e Construção, que no mês passado haviam demostrado alguma melhora, podem registrar queda em março. A confiança do Setor de Serviços se mantém estável.

A confiança industrial vem acumulando consecutivas quedas desde o segundo semestre de 2022. Os problemas de inflação, taxas de juros altas e de escassez de insumos interromperam as tentativas de recuperação do setor. Com o fim do primeiro trimestre se aproximando, o acesso às matérias primas necessárias à produção continua sendo um fator limitante ao aumento da produção, porém, de forma mais heterogênea, concentrada em alguns segmentos.

Os últimos resultados mostram que os empresários demonstram menos pessimismo com o futuro dos negócios e quanto às perspectivas de contratações e aumento da produção. O avanço das expectativas compensaria parte das perdas sofridas até o final de 2022.

Em relação à situação atual, o nível de estoques continua elevado em grande parte dos segmentos, porém com diferentes perspectivas quanto ao impacto na produção final. Alguns segmentos, como *Máquinas e Materiais Elétricos*, *Minerais não Metálicos*, *Alimentos*, *Têxtil* e *Informática* e *Eletrônicos*, são mais otimistas na previsão de demanda para os próximos meses, o que, se confirmado, pode levar ao escoamento dos estoques excessivos e eventualmente facilitar a recuperação do nível de produção no segundo semestre.

Outros segmentos, apesar de estarem em situação de estoques e demanda semelhantes, podem enfrentar dificuldades em acelerar a produção devido aos problemas de oferta relacionados ao abastecimentos de insumos. Casos de segmentos como a *Química* e *Derivados de Petróleo e Biocombustíveis*.

Por fim, os segmentos que sofrem com problemas de oferta, isto é, dificuldades de comprar matérias primas e estão com os níveis de estoque insuficientes, podem enfrentar dificuldades de atender a demanda nos próximos meses. Esse é um problema de segmentos importantes para o setor industrial como *Veículos Automotores* (Bens duráveis) e *Máquinas e Equipamentos* (Bens de Capital).

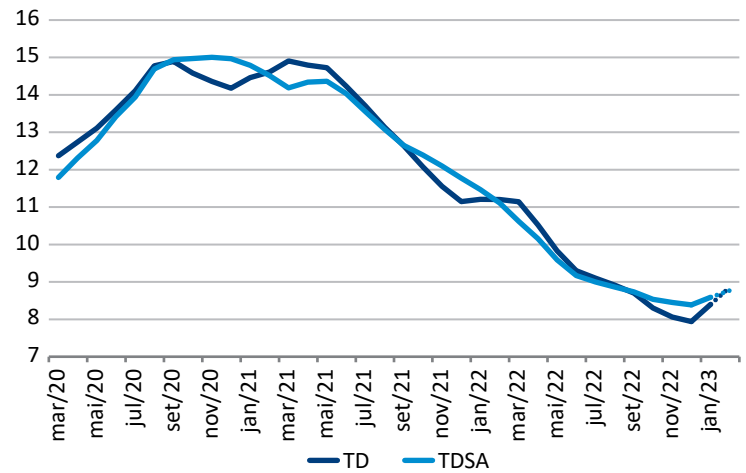
Mercado de trabalho

Desemprego interrompe queda em janeiro de 2023, e tende a registrar nova alta no mês seguinte. Desigualdade continua caindo, puxada por altas dos rendimentos em setores com trabalhadores menos escolarizados. Caged acelera na margem em janeiro de 2023, mas em nível ainda baixo

Daniel Duque

O IBGE divulgou, com atraso devido aos esforços de coleta do Censo Demográfico, a edição de dezembro de 2022 e janeiro de 2023 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC). O trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 7,9% em dezembro, pouco acima do projetado pelo FGV IBRE (7,8%). Em termos dessazonalizados, o percentual caiu de 8,5% para 8,4% entre a PNADC de novembro e a de dezembro, uma continuidade do ritmo de queda mais lento dos últimos meses. Para janeiro, no entanto, a taxa subiu para 8,4%, o que corresponde a uma alta para 8,6% com ajuste sazonal. Em fevereiro, por sua vez, projeta-se aumento para 8,9%, equivalente a 8,8% nível dessazonalizado.

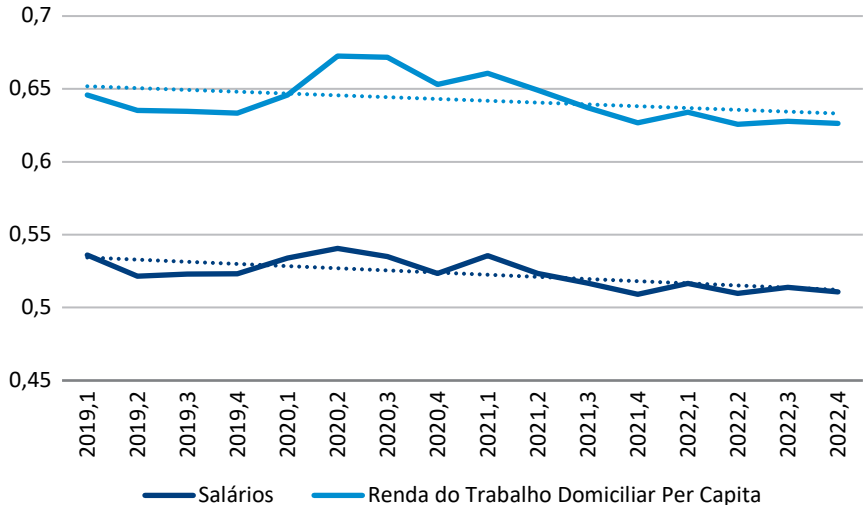
Gráfico 3: Taxa de Desemprego 2020 - fevereiro de 23 (em %)



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

Mesmo com a taxa de desemprego tendo interrompido a redução em janeiro de 2023, houve forte queda da desigualdade de rendimentos do trabalho no Brasil recentemente. Entre o último trimestre de 2019 e o de 2022, o coeficiente de Gini dos salários caiu 1,2 ponto percentual (queda de 2,4%), enquanto o da soma da renda dos trabalhos nos domicílios por membro familiar (renda do trabalho domiciliar per capita) caiu 0,7 ponto percentual (redução de 1,1%).

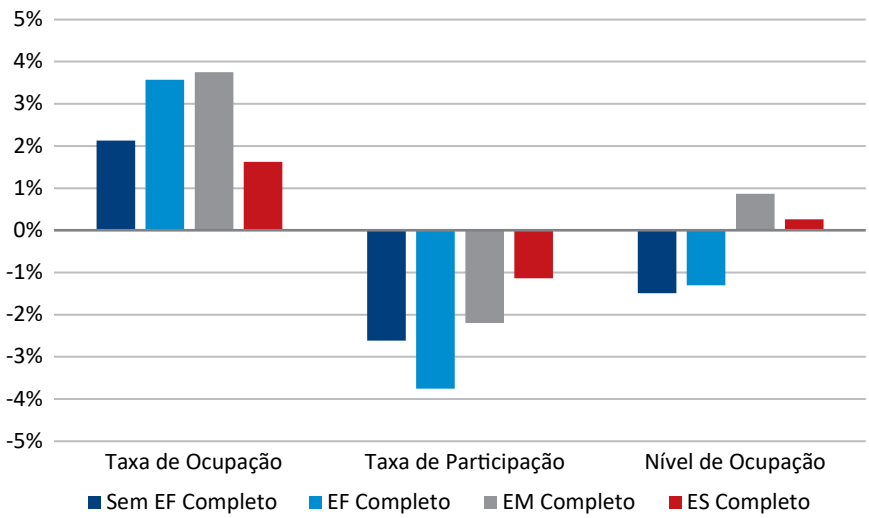
Gráfico 4: Coeficiente de Gini de 2019 a 2022



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

A redução da desigualdade da renda do trabalho domiciliar per capita foi menor devido a outras tendências do mercado de trabalho que parcialmente neutralizaram aquela diminuição. O gráfico abaixo mostra que o nível de ocupação teve performance pior para adultos pouco escolarizados, puxado principalmente pela taxa de participação.

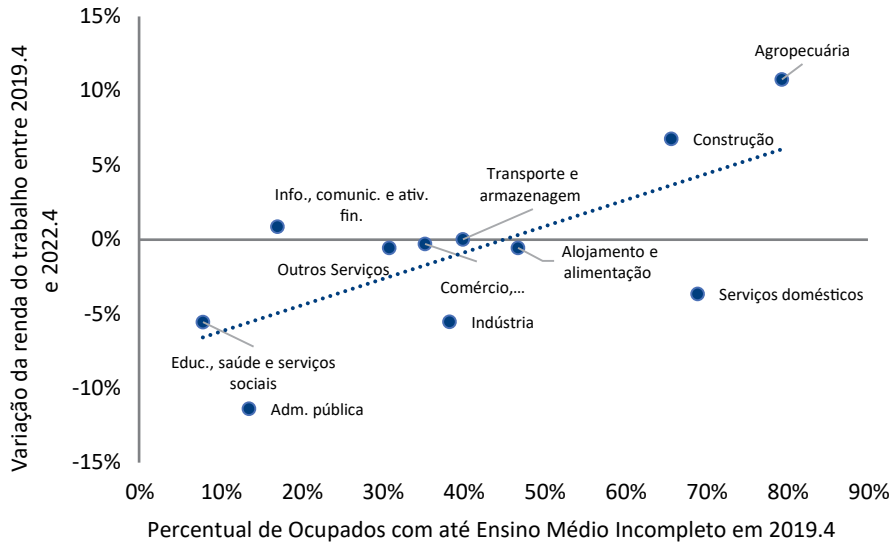
Gráfico 5: Redução em Pontos Percentuais de Variáveis de Mercado de Trabalho entre 2019.4 e 2022.4



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

O gráfico abaixo mostra que os salários aumentaram justamente em setores fortemente ocupados por trabalhadores sem Ensino Médio. Essa relação pode ter influência da própria dinâmica da taxa de participação, que reduziu a oferta de trabalho para setores com necessidade de trabalhadores de baixa escolaridade.

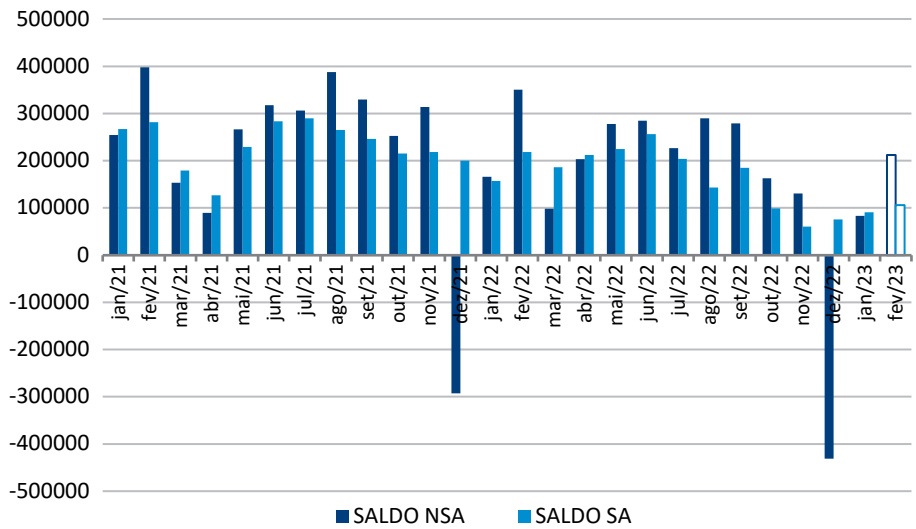
Gráfico 6: Variação acumulada da renda habitual entre novembro de 2022 e dezembro de 2021



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

O Caged, por fim, mostrou em janeiro um saldo de 83 mil vagas, acima do projetado pelo FGV IBRE, de 76,4 mil, trazendo surpresa positiva após a negativa do mês anterior. Com ajuste sazonal, o saldo cresceu de 75,8 mil (dezembro) para 90,6 mil em janeiro, se contrapondo à desaceleração que ocorria até então. Para fevereiro, seguindo tal mudança, projeta-se criação de 212 mil postos de trabalho, o que corresponde a 106,2 mil com ajuste sazonal, ainda um saldo baixo considerando os níveis até setembro de 2022.

Gráfico 7: Saldo de Vagas do Caged em 2021-23



Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: FGV IBRE.

Inflação

A inflação persiste e há pouco espaço para corte de juros no primeiro semestre

André Braz

O IPCA de fevereiro mostrou que os preços ao consumidor avançaram em média 0,84%. O resultado veio acima da expectativa do mercado, mas esta não foi a pior notícia. Ao observar os resultados do núcleo inflacionário, cujos principais indicadores acumulam elevação em torno de 8,5%, percebe-se elevada persistência inflacionária, sem contar que a inflação, segundo o índice de difusão, também anda muito espalhada. O índice de difusão mostrou que 65% dos produtos e serviços consumidos pelas famílias subiram de preço em fevereiro, patamar que se sustenta por muitos meses.

O principal destaque da inflação de fevereiro foi o grupo educação, em que estão os cursos regulares, os quais subiram em média 7,6%. Afora educação, cujo calendário de reajustes tradicionalmente pressiona a inflação de fevereiro, alguns preços monitorados, como tarifa de energia (1,4%), taxa de água (0,9%) e gasolina (1,2%), também foram destaque na inflação do mês passado.

A tarifa de energia subiu diante da volta da cobrança do ICMS nas tarifas de transmissão e distribuição, imposto que havia sido suspenso em 2022, mas, que diante das restrições fiscais, teve cobrança retomada por inúmeros Estados. Para os próximo meses, outros Estados do país podem voltar a cobrar o ICMS nas tarifas de distribuição, fazendo aumentar os preços da energia, recurso importante para a produção industrial e para a prestação de serviços, o que pode estimular aumentos de preços ao longo da cadeia produtiva.

A maior surpresa entre os preços monitorados veio da gasolina, que apresentou alta ainda em fevereiro, antes do anúncio do retorno da cobrança, ainda que parcial, dos impostos federais. A volta destes tributos foi parcialmente compensada pela queda anunciada pela Petrobrás no preço da gasolina na refinaria. Mesmo assim, espera-se que o preço desse combustível suba 8,5% em março, o que o fará influenciar a inflação do mês em aproximadamente 0,4 ponto percentual – metade da inflação esperada para março, que, segundo o Monitor da Inflação, poderá ser de 0,75%.

A gasolina dissemina menos as pressões inflacionárias que o diesel. O consumo da gasolina é majoritariamente utilizado para mover a frota de carros privados, não afetando o transporte público, o frete rodoviário e a movimentação das máquinas no campo. Mesmo assim, por comprometer em média 5% da renda familiar, segundo o IPCA/IBGE, aumentos no preço da gasolina tendem a impulsionar a inflação, reduzindo o espaço para redução dos juros ainda no primeiro semestre de 2023.

Entre os grandes grupos do IPCA, os serviços livres, que comprometem 30% do orçamento familiar, mostram que a inflação segue persistente. Em fevereiro de 2022, essa classe de despesa acumulava alta de 5,9% e, atualmente, a variação acumulada avançou para 7,9%, patamar que vem se mantendo deste outubro passado. Essa classe de despesa abriga serviços com característica de preços administrados, como aluguel residencial e mensalidades escolares, para os quais os preços apresentam reajustes anuais e pouca flexibilidade de recuo. E são estes serviços que sustentam a inflação dos serviços livres acima do IPCA. A previsão é de que os serviços livres registrem no final de 2023 alta de 7,2%, pouco distante do nível atual.

Por outro lado, os bens duráveis, cuja demanda é mais sensível aos juros, vêm mostrando importante recuo nos últimos meses. A taxa desse grupo passou de 15,1% em fevereiro de 2022 para 3,5% em fevereiro de 2023, desaceleração de 11,6 pontos percentuais. Essa é uma das evidências do efeito da alta de juros sobre a infla-

ção. O endividamento das famílias, os desafios impostos pelo mercado de trabalho e a elevada taxa de juros limitam a demanda por bens duráveis e abrem espaço para desaceleração da inflação neste grupo.

Por ora, a expectativa de inflação para 2023 se sustenta em 6,2%. A tabela a seguir apresenta a inflação esperada para os principais grupos componentes do IPCA em 2023 e 2024

Tabela 2: Expectativa para o IPCA e seus grande grupos em 2023 e 2024

	2023	2024
IPCA	6,2%	4,1%
Alimentação no domicílio	3,7%	3,8%
Bens não duráveis	5,6%	5,1%
Bens semiduráveis	3,2%	3,6%
Bens duráveis	3,1%	2,7%
Serviços	7,2%	3,8%
Preços monitorados	8,8%	5,3%

Fonte: FGV IBRE Sainf.

Política monetária

A turbulência financeira no exterior e o novo arcabouço fiscal no Brasil poderão realmente influenciar a política do BC?

José Júlio Senna

No momento em que redigimos a presente seção, analistas e participantes de mercado discutem duas possibilidades de algum tipo de alteração na condução da política monetária no Brasil.

A primeira teria a ver com os desdobramentos da turbulência financeira deflagrada com a quebra de duas instituições bancárias nos Estados Unidos e dos efeitos que essa quebra teve sobre os preços das ações de bancos no continente europeu. Como há muito tempo se sabe, sempre que surgem turbulências nos mercados financeiros, instituições em condições de algum modo mais precárias acabam sendo as que mais sofrem na esteira das "balançadas" originais.

A probabilidade de esses eventos acarretarem alguma alteração nas próximas decisões de política monetária a serem tomadas aqui no Brasil parece baixa. Primeiro, porque o problema nos mercados financeiros americanos parece localizado e tem a ver com o fato de que bancos comunitários e regionais deixaram de estar sujeitos a determinados controles regulatórios, a partir de 2018. Aparentemente, portanto, não havia como impedir o gigantesco descasamento de prazos envolvido no caso do Silicon Valley Bank (SVB), que, para fazer face a resgates acelerados de depósitos, viu-se forçado a vender parte de sua carteira de longo prazo, realizando prejuízo de quase US$ 2 bilhões. Sem conseguir se capitalizar, quebrou.

Por certo, a brecha regulatória que facilitou a quebra do SVB pode acabar dando espaço para que outros bancos regionais apresentem problemas semelhantes. Justamente para tentar impedir que isso aconteça, jun-

tamente com o FDIC e o Tesouro, o Fed criou uma linha de liquidez com base na qual empresta recursos a instituições financeiras que eventualmente enfrentem saques expressivos de depósitos, tomando em garantia (ao par) títulos de boa qualidade. Com isso, os bancos não precisam vender títulos em mercado, com os conhecidos prejuízos contábeis decorrentes da alta dos juros dos dois últimos anos.

Essa medida diminui bastante o risco de a crise se alastrar. Contudo, algum risco existe, pois não é possível assegurar que todos os bancos que eventualmente precisem sacar os recursos agora disponibilizados pelo Fed terão em carteira papéis de elevada qualidade, em volume suficiente. De qualquer modo, o Fed está vigilante, e os bancos de maior porte aparentemente estão bem capitalizados. Por outro lado, há décadas, a regulação bancária no Brasil é bastante rigorosa, e vai bem além das exigências acordadas internacionalmente. Dificilmente teremos problemas bancários semelhantes aos enfrentados pelas instituições regionais americanas, não havendo razão para que os episódios exteriores recentes influenciem as próximas decisões do Copom.

A segunda possibilidade relaciona-se com o anúncio do novo arcabouço fiscal que o Executivo submeterá brevemente à apreciação do Congresso. A nosso ver, para que a divulgação desse arcabouço possa realmente influenciar as ações do BC, será preciso que a reação do mercado seja bem mais do que "morna". Será importante que realmente empolgue.

Quatro fatores parecem determinantes na condução da política monetária no momento, a saber: a) a inflação oficialmente projetada para o horizonte relevante (12 meses até setembro de 2024) encontra-se acima da meta (cerca de 3,7%, contra 3,0%); b) as expectativas de inflação de curto e médio prazo não estão bem ancoradas; c) a julgar pelo elevado nível dos juros reais das NTN-Bs, os participantes de mercado ainda têm uma visão relativamente pessimista acerca do futuro das contas públicas; d) a despeito das turbulências financeiras observadas recentemente nos mercados americanos, a luta do Fed contra a inflação ainda está longe de concluída, o que significa dizer que os juros reais americanos continuarão elevados, deixando pouco espaço para as ações do BC.

Para que a divulgação do novo arcabouço fiscal venha realmente a fazer diferença, será preciso que os fatores acima listados sejam efetivamente afetados pelo anúncio, de maneira sensível e, obviamente, favorável. Sem isso, o tão esperado alívio (expressivo) na condução da política monetária levará um pouco mais de tempo para se materializar.

Política fiscal

O que significa zerar o déficit primário em 2024?

Manoel Pires

Há grande ansiedade para o anúncio do novo arcabouço fiscal que apresentará o novo conjunto de regras fiscais bem como a estratégia planejada de política fiscal do atual governo ao longo do seu mandato. No arcabouço fiscal apresenta-se o conjunto de regras que serão utilizadas para elaboração do orçamento e sua condução nos próximos anos. A estratégia de política fiscal reflete como o governo combinará suas prioridades políticas com a sustentabilidade da dívida pública e uma estratégia de crescimento. São coisas que possuem interseções, mas bastante diferentes.

Essas diferenças ficaram claras diante da informação dada pela ministra Simone Tebet de que, no anúncio do novo arcabouço fiscal, o governo pretende apresentar uma estratégia para zerar o déficit primário em 2024. A

meta divulgada, com certeza, trouxe certa surpresa, pois a ideia de que as regras fiscais precisariam ser revistas estava associada à elaboração de um arcabouço mais flexível. Isso, por sua vez, significaria adiar a perspectiva de obter um resultado equilibrado, tendo como ponto de partida um déficit primário relevante superior a R$ 234 bilhões em 2023, aproximadamente 2,2% do PIB, tal como se previa no início do ano.

O anúncio do novo arcabouço fiscal deve produzir impacto nas taxas de juros. Primeiro, elimina-se uma fonte de incerteza com relação ao compromisso político do governo com a trajetória das contas públicas. Assim, o prêmio de risco cai. Segundo, o impacto da política fiscal sobre a demanda agregada se torna mais previsível e, na hipótese de um arcabouço que oriente a gestão governamental em uma trajetória corretiva de endividamento, as taxas de juros também devem cair porque isso significaria um orçamento contracionista, o que reduz a pressão sobre a taxa de inflação.

Por tais razões, há grande expectativa do mercado a respeito do assunto, que também parece ser o ponto principal de interesse do governo ao mostrar preocupação com o nível das taxas de juros do país. Por esses motivos, é importante verificar o que significaria essa proposta do ponto de vista da estratégia de política econômica do Governo.

Na tentativa de conter um avanço significativo do déficit este ano, o governo apresentou uma série de medidas que buscavam zerar o déficit primário, apesar de as autoridades econômicas reconhecerem que seria difícil conseguir que as medidas anunciadas rendessem todo o efeito esperado. Nesse sentido, em uma visão mais realista, considerando o impacto das medidas anunciadas, a minha projeção é de que o déficit primário federal, em 2023, fique em torno de 0,9% do PIB, a partir de uma combinação de 18,7% do PIB de despesa primária e 17,8% do PIB de receitas primárias líquidas.

Seria, portanto, em cima de um resultado deficitário de 0,9% do PIB que se daria o esforço fiscal necessário para zerar o déficit primário em 2024. Partindo de uma regra de despesa que estabeleça o crescimento pelo PIB per capita (supondo crescimento populacional de 0,7% e uma diferença entre IPCA e deflator de 0,5%), teríamos, para 2024, uma despesa de 18,5% do PIB o que apontaria para a necessidade de elevar a arrecadação em aproximadamente 0,7 p.p. do PIB.

É um esforço factível, mas que não depende apenas das variáveis que o governo controla, pois a arrecadação dependerá das medidas que o governo irá adotar e que dependerão, por sua vez, de aprovação no Congresso Nacional. Uma conjuntura desfavorável pode também tornar a tarefa difícil, independentemente do empenho do governo para atingir esse objetivo, sendo necessário adotar algum tipo de regra de contingência ou cláusula de escape.

Por fim, cabe ressaltar que, quando se tem duas metas, a mais restritiva se torna dominante. No passado, como o teto de gastos era mais restritivo do que o resultado primário, os agentes econômicos deram mais peso para a regra de despesa. A indicação de que o governo tende a fazer a maior parte do ajuste pela receita inverte esse processo e a meta de resultado primário deve dominar a atenção dos agentes daqui para a frente, reforçando o vínculo da meta com a sustentabilidade fiscal.

Setor externo

Cenário justo

Livio Ribeiro

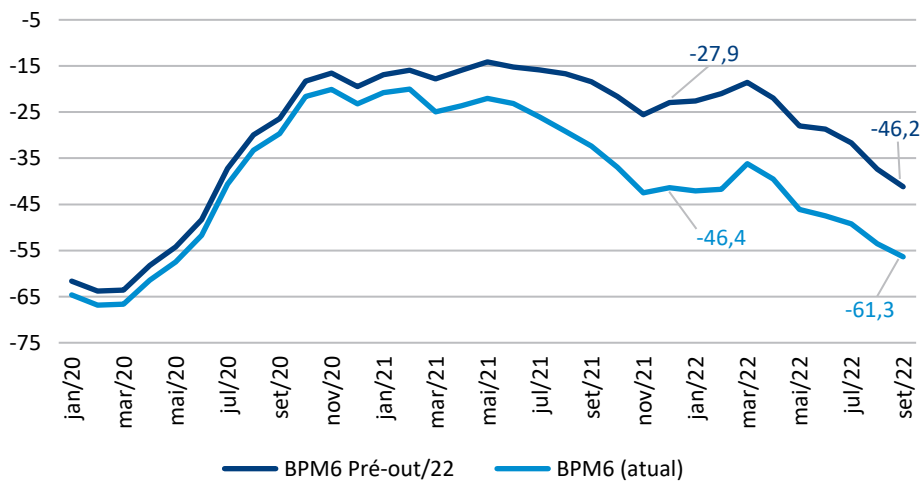
Em nossa última atualização do cenário externo, feita neste Boletim em novembro de 2022, expressamos nosso desconforto com visões excessivamente otimistas a respeito do comportamento do déficit em conta corrente durante o ano passado. É notório que as estimativas do governo, e de grande parte dos economistas, foram corrigidas ao se reconhecer que os saldos comerciais seriam muito menores do que o originalmente imaginado.

Ainda assim, restava espaço para ajustes nas estimativas oficiais e nas previsões do mercado: nossa estimativa era de um déficit em conta corrente de, pelo menos, 2,5% do PIB em 2022, com viés de piora – tanto no ano passado como em 2023.

Desde então, ocorreram revisões importantes nas estatísticas do setor externo, incorporando não somente ajustes ordinários nas séries do balanço de pagamentos – seguindo o cronograma usual de melhorias contábeis – como ajustes extraordinários em certas rubricas, com destaque para a revisão histórica nos gastos líquidos com fretes, que passaram a outro patamar. As diferenças foram particularmente relevantes a partir de 2020, como se pode observar no gráfico abaixo – e, com isso, a nossa projeção de déficit em conta corrente passou a 2,8% do PIB em 2022 (US$ 52,0bi).

Gráfico 8: Revisões no resultado de conta corrente

(US$bi, acumulado em 12 meses até set/22)

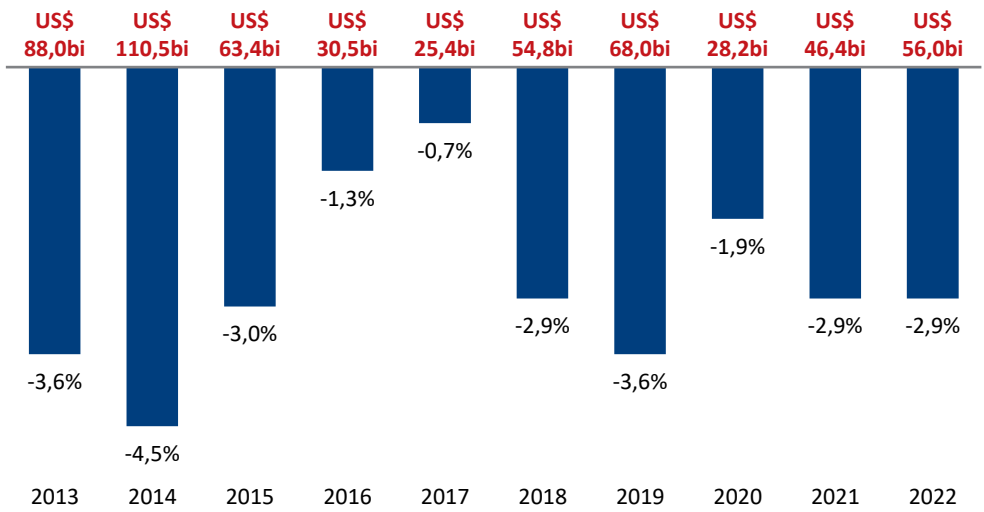


Fonte: Banco Central do Brasil.

No início de 2023, foram divulgados os resultados para 2022 – e eles vieram em linha com o nosso cenário. O déficit observado no ano passado foi de US$ 56,0bi, equivalente a 2,9% do PIB, combinando moderado superávit comercial na metodologia BPM6 e saídas líquidas relevantes em pagamentos de juros, fretes e lucros e dividendos. Mais importante, o patamar de déficits no qual opera a economia brasileira aumentou; para um

dado nível de crescimento da economia, temos um saldo mais negativo na relação de troca entre residentes e não-residentes. Uma visão geral do desempenho recente dos déficits em conta corrente, já incorporando as séries revisadas, pode ser observada no gráfico abaixo.

Gráfico 9: Déficit em conta corrente (% do PIB)



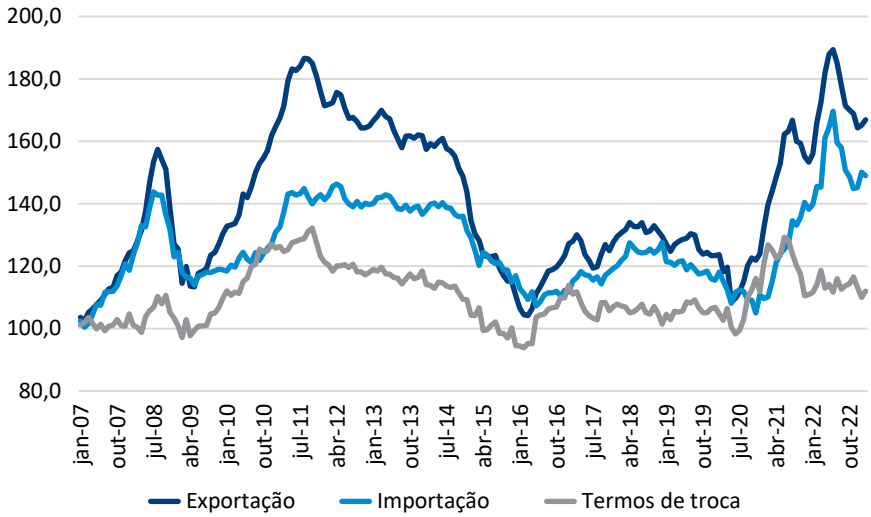
Fonte: Banco Central do Brasil.

É importante ter em mente que todas as revisões feitas obedecem ao princípio da partida dobrada: aumentos dos déficits são contrapostos por aumento nas fontes de financiamento líquido, de forma que o resultado total do balanço de pagamentos – a variação dos ativos de reserva – siga o mesmo. Este é um ponto central, e, em geral, esquecido: a avaliação do desempenho externo brasileiro deve olhar não somente para o resultado em conta corrente, como também para todas as fontes de financiamento líquido.

Reconhecida uma história de déficits mais elevados, como ficam as nossas projeções para 2023? Como sempre, iniciamos a construção do nosso cenário pela observação de três grandes blocos de fundamentos que estão na raiz do desempenho do setor externo brasileiro: (i) termos de troca (a relação entre preços de exportação e importação); (ii) diferencial de crescimento (entre a economia estrangeira e a doméstica); e (iii) comportamento esperado para a taxa de câmbio no horizonte relevante de análise.

Do lado dos termos de troca, a evolução recente do cenário tem confirmado a nossa visão de progressiva redução na razão entre preços de exportação e de importação, ainda que de forma bastante tênue. Com dados do ICOMEX/FGV até fev/23, observamos que os termos de troca estão, no acumulado do ano, 1,6% abaixo do registrado para o mesmo período do ano passado (gráfico 10). Não há sinal claro de retomada adiante, e, ainda mais importante, a previsibilidade é baixa em meio a tantos choques globais em curso: mesmo que o cenário de crescimento externo seja menos negativo (mais sobre isso adiante), não é claro se isso implicará um melhor desempenho relativo dos preços de exportação.

Gráfico 10: Termos de troca (2006=100)



Fonte: FGV ICOMEX.

A multiplicidade de choques em curso fica ainda mais marcada quando se discute o cenário prospectivo para o diferencial de crescimento. Do lado externo, foram afastadas as perspectivas de uma desaceleração descoordenada da atividade global em 2023, com melhora marginal do desempenho previsto para a economia mundial nos últimos meses. Há de se ressaltar, no entanto, que os riscos seguem relevantes: problemas bancários nos Estados Unidos e na Europa, manutenção de pressões geopolíticas e uma reaceleração mais moderada da China após o fim da Covid-zero conspiram para uma retomada frágil, traduzida, em números, por pequena redução da expansão esperada para 2024.

Já na seara doméstica, houve certa estabilização das projeções de crescimento deste ano, em patamar levemente inferior a 1,0%. Tal como no mundo, as dúvidas são relevantes, tanto em 2023 como em 2024 – e, novamente em números, isso se traduz em redução das expectativas de expansão do PIB para o ano que vem. Note-se que, em nossa visão, o cenário geral do mercado nos parece otimista: esperamos crescimentos do PIB inferiores tanto em 2023 (0,3%) como em 2024 (0,9%). A tabela 3 compila as projeções para o crescimento global e local, com múltiplas *vintages*, obtidas do World Economic Outlook (FMI) e do boletim Focus do BCB.

Tabela 3: Projeções para crescimento (Mundo vs. Brasil)

PIB Global (WEO)					
	jan-22	abr-22	jul-22	out-22	jan-23
2023	3,8	3,6	2,9	2,7	2,9
2024	-	-	-	3,2	3,1
PIB Brasil (FOCUS)					
	jan-22	abr-22	jul-22	out-22	jan-23
2023	1,6	1,0	0,4	0,7	0,8
2024	2,0	2,0	1,7	1,8	1,5

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI WEO) e Banco Central do Brasil (Boletim FOCUS);

Por fim, todas as incertezas e dúvidas sobra as quais tratamos acima desembocam no comportamento da taxa de câmbio. Seu desempenho recente tem sido marcado por importante volatilidade, fato observado em grande parte das moeda globais, quanto mais das emergentes. As incertezas externas se somam às dúvidas domésticas, posto que estamos no limiar de mudanças relevantes em matéria tributária e institucional. Esperamos uma taxa de câmbio que encerre 2023 em R$ 5,40/US$, avançando marginalmente para R$ 5,50/US$ em 2024. Cenários alternativos, tanto otimistas como pessimistas, também podem ser observados na tabela 4.

Tabela 4: Cenários para a taxa de câmbio (R$/US$, fim de ano)

	2023	2024
Base	**5,40**	**5,50**
Otimista	4,15	4,05
Pessimista	5,85	6,15

Fonte: FGV IBRE.

O desempenho combinado desses fundamentos está na raiz das nossas projeções do balanço de pagamentos – seja da conta corrente, seja das fontes agregadas de financiamento que compõem os recursos utilizados para o financiamento de nossas trocas entre residentes e não-residentes.

Em termos da conta corrente, estimamos a manutenção de déficits relativamente elevados no biênio 2023-2024, de, respectivamente, US$ 56,4bi (2,9% do PIB) e US$ 55,0bi (2,8% do PIB). Ainda que a economia doméstica desacelere, nosso cenário-base incluiu um comportamento da absorção interna (demanda) superior ao do crescimento do PIB (oferta), de forma que as trocas com não-residentes permaneçam em patamar elevado. Isso vale tanto para os fluxos de bens (balança comercial) como para os fluxos de serviços e rendas (no que se incluem fretes, aluguel de equipamentos, pagamentos de juros e remessas de lucros).

Uma visão geral de nossas projeções para as principais rubricas da conta corrente pode ser observada na tabela abaixo, contrapondo nosso cenário ao oficial (projeção do Banco Central) sempre que disponível. Não há desvios materiais em relação ao cenário do Banco Central para 2023, ainda que saibamos que as premissas utilizadas, especialmente no que se refere ao crescimento interno, sejam um pouco diferentes

Tabela 5: Projeção de conta corrente

(BCB vs. FGV IBRE, US$bi e % do PIB, 2023 e 2024)

	2022	2023		2024
		BCB (RTI dez/22)	FGV IBRE (fev/23)	FGV IBRE (fev/23)
Conta corrente	**-56,0**	**-49,0**	**-56,4**	**-54,9**
Balança comercial	44,2	46,0	38,2	28,2
Exportações	*340,3*	*328,0*	*307,8*	*301,5*
Importações	*296,2*	*282,0*	*269,6*	*273,3*
Pagamento de juros	-19,3	-27,0	-19,9	-16,6
Viagens	-7,2	-11,0	-9,1	-9,8
Lucros e dividendos	-44,7	-35,0	-39,6	-35,2

	2022	2023		2024
		BCB (RTI dez/22)	FGV IBRE (fev/23)	FGV IBRE (fev/23)
Fretes	-19,4	-22,0	-18,8	-16,9
Outros serviços e rendas primárias	-13,2		-9,7	-7
Renda secundária	3,8		2,4	2,4
Conta corrente (%PIB)	**-2,9%**	**-2,5%**	**-2,9%**	**-2,8%**

Fonte: FGV e Banco Central do Brasil.

Em conclusão, déficits tão elevados (nas cercanias de 3% do PIB) para um crescimento tão baixo (inferior ou próxima a 1%) deveriam trazer enorme desconforto. É necessário, no entanto, ter duas questões em vista. Em primeiro lugar, e como destacado no início deste artigo, as recentes revisões metodológicas feitas na conta corrente levaram a um nível mais elevado de déficit externo (nas relações de troca entre residentes e não-residentes) para um dado nível de crescimento interno: nosso "modelo mental" para a relação entre crescimento e déficit em conta corrente precisa ser revisto.

Em segundo lugar, a avaliação do resultado em conta corrente é somente parte da história: o inventário das relações de troca entre residentes e não-residentes é dado pelo balanço de pagamentos, que combina usos de recursos (o resultado em conta corrente) e fontes de financiamento (investimentos diretos, fluxos de portfólio, rolagem de dívida, captações líquidas, conta capital etc.). O resultado desse balanço nos dá a variação de ativos de reserva, que nada mais é do que o resultado contábil (em dólares americanos) das trocas com o estrangeiro – e, de fato, a variável que importa.

Nossas projeções para o resultado agregado do balanço de pagamentos no biênio 2023-2024 podem ser observadas na tabela abaixo. Não há estimativas oficiais, ainda que algumas rubricas (como investimentos diretos) sejam objeto de comentários específicos do governo. Nossas projeções sugerem um cenário justo: não há sinais de sobra significativa no horizonte relevante, nem, tampouco, de falta de recursos. O equilíbrio é tênue, mas, na ausência de grandes choques, não há razão para maiores preocupações.

Tabela 6: Projeção de resultado agregado do Balanço de Pagamentos

(US$bi, 2023 e 2024)

	2022	2023(e)	2024(e)
Usos	**-120,7**	**-115,4**	**-113,9**
Conta corrente	-56	-56,4	-54,9
Amortizações	-64,8	-59	-59
Recursos	**113,5**	**124,3**	**118,6**
Investimento direto líquido	59,9	54	54,6
Portfolio (carteira)	-4,3	9,2	3,8
Captações (rolagem)	60,2	59,3	61,4
Outros fluxos	-2,3	1,9	-1,1
Ativos de reserva	**-7,3**	**8,9**	**4,7**

Fonte: FGV e Banco Central do Brasil.

Internacional

Turbulência financeira e política monetária nos EUA

José Júlio Senna

Especialmente durante a chamada Era Greenspan, era comum o Fed reduzir os juros de política monetária diante de turbulências significativas nos mercados financeiros. Foi assim em 1987. E foi assim também em 1998, por ocasião do famoso episódio envolvendo o LTCM. Passada a turbulência, o Fed voltava ao curso original da política monetária.

Por trás de reação desse tipo estava a crença dos banqueiros centrais americanos na adequação do enfoque conhecido por "Administração de Risco", segundo o qual, na condução da política monetária, às vezes se faz necessário agir em resposta a eventos potencialmente capazes de acarretar enormes prejuízos à economia, a despeito de se mostrar baixa a probabilidade de isso efetivamente acontecer. Referimo-nos aos chamados riscos de cauda.

A julgar pelo que rotineiramente afirmam os dirigentes do Fed, esse enfoque de Risk Management, tão caro ao ex-chairman da instituição, Alan Greenspan, continua sendo apreciado pelos dirigentes atuais do banco central americano. Uma boa questão, então, seria: deveria o Fed seguir agora a velha prática de reduzir os juros diante da presente turbulência bancária?

Não acreditamos nisso. Em larga medida porque, aparentemente, os maiores bancos americanos desfrutam atualmente de boa saúde. De modo geral, não se teme por sua solidez. Os critérios inerentes aos acordos da Basileia aplicam-se às grandes instituições. Não apenas os que se referem a seu grau de capitalização, mas também os que se preocupam com a questão da liquidez. Nesse último particular, são dois os índices relevantes. o Liquidity Coverage Ratio (LCR) e o Net Stable Funding Ratio (NSFR).

O primeiro exige que a instituição mantenha sob a forma de ativos líquidos, de alta qualidade, um volume equivalente ao potencial estimado de necessidade de recursos necessários para bancar um pedido acumulado de resgate de seus passivos, em 30 dias. O segundo também exige um equilíbrio entre os diferentes itens do ativo e do passivo, ajustados para o risco de liquidez. No lado do ativo, por exemplo, títulos públicos têm peso 100, enquanto empréstimos têm peso zero. No lado do passivo, os itens são ponderados pelo risco de resgate. Operações baseadas em compromisso de recompra têm peso de 100, enquanto títulos de longo prazo têm peso zero. No fundo, essa é uma espécie de índice de liquidez estrutural.

No âmago da turbulência financeira recente está o fato de que, em função de uma alteração de legislação promovida em 2018, critérios regulatórios como os acima destacados deixaram de serem aplicáveis aos chamados bancos comunitários e regionais, sob o argumento de que tais instituições não representam risco sistêmico. Assim, livres de certas amarras, o Silicon Valley Bank (SVB), por exemplo, montou operações mais arriscadas do que possivelmente faria, fossem outras as circunstâncias. E acabou quebrando.

Parece claro que outras instituições de porte e características semelhantes poderão apresentar dificuldades mais adiante. Foi justamente com o intuito de evitar o alastramento do problema que, juntamente com o FDIC e o Tesouro, o Fed criou uma linha de financiamento segundo a qual, na eventualidade de uma instituição bancária sofrer significativo resgate de depósitos, ela pode sacar da referida linha mediante oferecimento de garantias de boa qualidade e, com esses recursos, fazer face aos pedidos de resgate. A ideia é evitar que bancos em dificuldades precisem vender títulos para fazer caixa, realizando prejuízos.

Estima-se que o conjunto do sistema bancário americano tenha acumulado um prejuízo potencial de cerca de US$ 600 bilhões, a partir do início da alta de juros em 2021, problema que aparece devido ao fato de que o legislador exige que se "marque a mercado" apenas os títulos disponíveis para venda (available for sale). A parcela que se pretende levar a resgate (hold to maturity) pode ser precificada na curva do papel, para fins de contabilidade. Tal prática, evidentemente, torna irreal a apuração do balanço dos bancos.

Em síntese, os grandes bancos parecem usufruir de boa saúde. Os regionais se livraram de certas amarras regulatórias e, já há alguns anos, possivelmente assumiram posições mais arriscadas do que o recomendável. Após a quebra de dois bancos cujos ativos totais somavam cerca de US$ 300 bilhões, uma nova linha de liquidez procura assegurar que os episódios do SVB e do banco Signature não se repitam. Por certo, isso nada tem de garantido, pois uma ou outra instituição pode não dispor de ativos de alta qualidade em volume suficiente para oferecer em garantia dos empréstimos do Fed. Mas, pelo visto, pelo menos até o momento, o quadro está longe de alarmante.

Sendo assim, e com base nas informações disponíveis no momento, pode-se dizer que inexistem motivos para grandes preocupações com a saúde do mercado bancário americano. Na medida em que isso seja realmente verdade, não há também motivo para reduzir os juros de política monetária.

De qualquer modo, o grande motivo para não reduzir juros nos EUA tem a ver com o fato de que o Fed encontra-se em plena luta contra a inflação. O trabalho não foi concluído. E tem chão pela frente. Na reunião do Fomc do próximo dia 22, os dirigentes do Fed possivelmente darão destaque a esse fator. A turbulência financeira não fez a inflação desaparecer. A luta precisa continuar. Na reunião do Banco Central Europeu (BCE) encerrada neste último dia 16, tal mensagem ficou claríssima, ou seja, o BCE sequer alterou seus planos originais, e promoveu os 50 pontos de alta com que se comprometera.

Por fim, o Fed possivelmente evitará voltar aos 50 pontos de alta. Uma correção de 25 pontos parece mais provável. E, na hipótese de manutenção da taxa básica, será preciso complementar tal decisão com um discurso hawkish, capaz de fazer os participantes de mercado abandonarem de vez a ideia de queda de juros ainda em 2023.

Em foco IBRE

China: Debate começa a clarear

Livio Ribeiro

Em 2022, a economia chinesa cresceu somente 3,0%. Excetuando o resultado de 2020, quando da eclosão da pandemia da Covid, o desempenho do PIB no ano passado foi o pior desde 1976 – aos que conhecem um pouco da história chinesa, ano da morte de Mao Zedong e de esgarçamento do ambiente social e político, com brigas entre facções do Partido Comunista Chinês lideradas, de um lado, por Hua Guofeng (maoísta radical e sucessor escolhido) e Deng Xiaoping (opositor reformista que viria a se tornar o líder do país ao final de 1978).

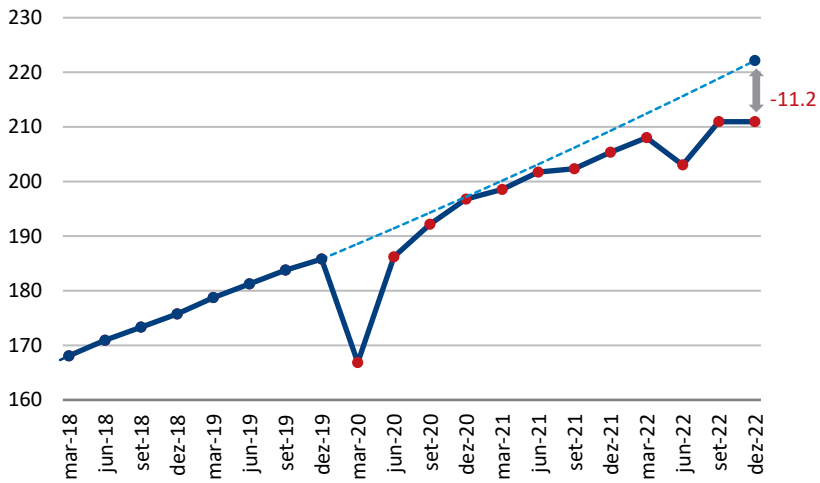
As notícias ruins do ano passado acabaram sendo aliviadas, aos olhos de muito analistas, pela mudança nas diretrizes sanitárias do combate à pandemia na China continental, em repentino abandono da política da "Covid-zero dinâmica" no início de dez/22. Seguiu-se um período conturbado, no que chamamos de "momento

Manaus" da pandemia na China, mas, aos olhos do mercado, abria-se um futuro virtuoso: encerradas as medidas sanitárias draconianas, a economia chinesa voltaria ao ritmo de rápido crescimento a partir de 2023.

Antes de desenvolvermos esse ponto, é necessário dar dois passos para trás e analisar quatro questões que, em visão mais superficial, acabam por ser esquecidas. Em primeiro lugar, é importante ter em mente como foi o comportamento da economia chinesa desde a eclosão da pandemia da Covid até a supressão total das restrições sanitárias – ou seja, de 2020 até 2022. O gráfico abaixo traz essa informação, utilizando o dado oficial dessazonalizado.

Gráfico 11: PIB dessazonalizado

(nível, dez/2010=100)



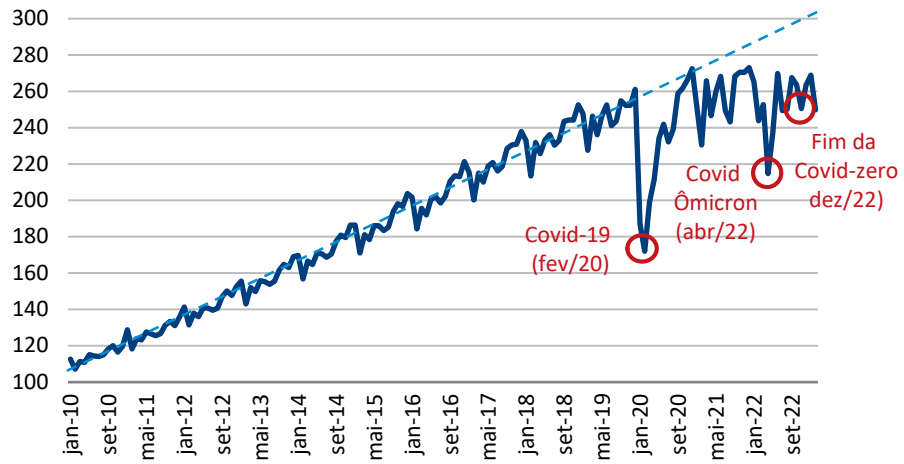
Fonte: NBS.

Note-se que a economia chinesa registrou verdadeira "volta em V" em 2020, chegando até, ao final do ano, a ultrapassar a extrapolação da tendência anterior à emergência sanitária. A partir de 2021, no entanto, algo muda, com o crescimento sequencial tornando-se cada vez mais errático e se afastando tendência. Em 2022, essa mudança de comportamento ganha tintas mais claras, como não poderia ser diferente em um ano de crescimento tão baixo. A questão relevante está nos fatos geradores do desempenho mais errático: tudo deve ser colocado na conta da Covid?

Em segundo lugar, é necessário deixar claro que a questão sanitária teve óbvia relevância, ainda que não seja evidente que ela foi o fator preponderante. A partir de 2021, e de forma bastante clara em 2022, a economia chinesa mostrou evidente incapacidade de acelerar a demanda interna – isso mesmo frente a um sem-número de políticas públicas implementadas com o intuito de estabilizar o crescimento. O gráfico abaixo, que mostra o comportamento histórico do varejo real chinês (deflacionado pelo CPI) confirma essa questão: os vales observados (2020.T1, 2022.T2 e 2022.T4) estão associados a choques sanitários (eclosão da pandemia, espalhamento da variante Ômicron e fim da Covid-zero), mas não são determinantes para a fraqueza das vendas no pós-pandemia. Há, provavelmente, outras questões em operação.

Gráfico 12: Vendas no varejo

(2009=100, real, deflacionado pelo CPI)



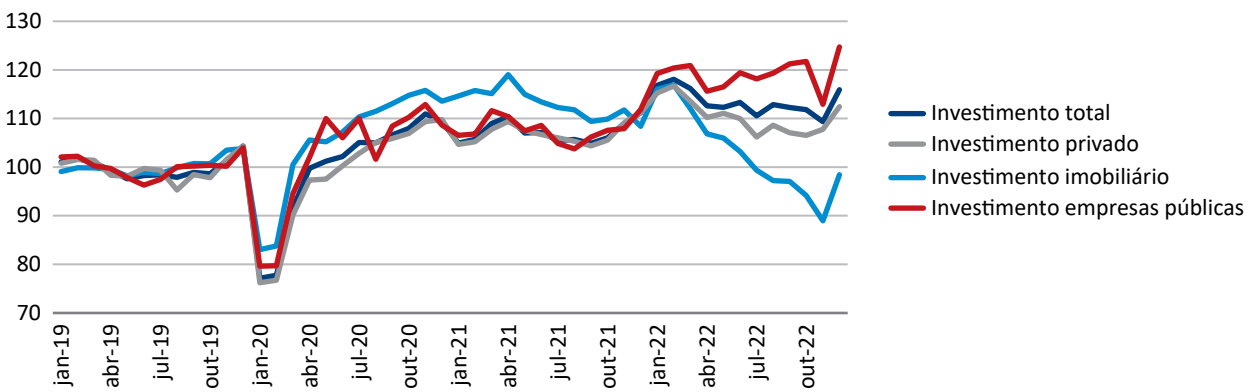
Fonte: NBS.

Em terceiro lugar, entendemos que a supressão repentina da Covid-zero jogou "luzes excessivas" na questão sanitária, deixando nas brumas os outros temas relevantes que foram supracitados. Durante todo o período, a economia chinesa passou por choques regulatórios, mudanças institucionais, atuação contundente e direcionada do Estado e, acima de tudo, por uma agenda bastante restritiva no setor imobiliário, com o objetivo de corrigir excessos neste setor tão relevante. Sem ser exaustivo, ocorreram inúmeras mudanças que desarrumaram as estruturas de funcionamento da economia.

Parece-nos altamente provável que esses choques tenham contribuído para a desaceleração do crescimento, e desde antes de 2022. Os desafios derivam grandemente do pouco dinamismo dos consumidores. O gráfico abaixo mostra o comportamento de aberturas selecionadas dos investimentos em ativos fixos até o final de 2022, em séries ajustadas sazonalmente. Mesmo com importante atuação do Estado, através das empresas estatais, o investimento total da economia teve desempenho bastante moderado. E, pior, os investimentos privados e imobiliário registraram desempenho subótimo, notadamente a partir do final de 2021.

Gráfico 13: Investimento em ativos fixos

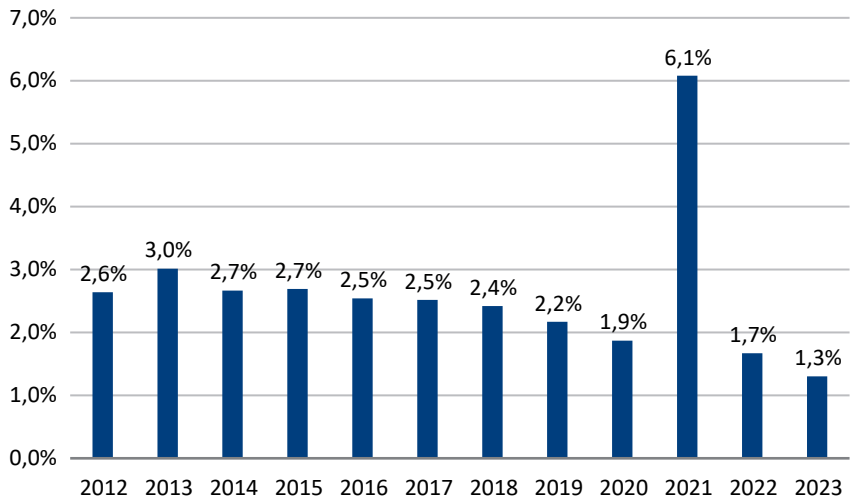
(2019=100, ajustado sazonalmente*)



Fonte: FGV IBRE e BRCG.

Por fim, usualmente se esquece dos desafios que existem, a partir de 2023, para a manutenção de taxas de expansão robustas na economia chinesa. Sob uma ótica de curto prazo, poucos sabem que o carregamento estatístico de 2023 é o mais baixo da série histórica, disponível desde o início da década passada. A herança estatística para este ano é de somente 1,3p.p., de forma que, se não houver crescimento trimestre a trimestre (com ajuste sazonal), esta será a expansão do PIB chinês em 2023. O comportamento histórico do carregamento pode ser observado no gráfico seguinte.

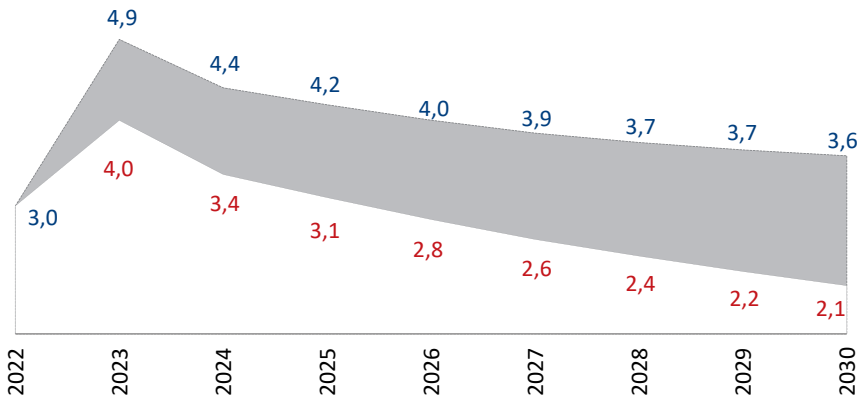
Gráfico 14: Carregamento estatístico (%)



Fonte: FGV IBRE.

Alongando o horizonte de análise, também se deve lembrar que a capacidade de crescimento potencial da economia chinesa tem se reduzido ao longo dos anos. A contribuição do fator trabalho será negativa daqui em diante, quanto mais se lembrarmos que tanto a população total como a população em idade ativa (PIA) já se encontram em contração. A acumulação de capital físico e intelectual enfrenta naturais desafios, com dificuldades para aceleração adicional no futuro. E, mesmo que se tenha grande aumento da produtividade, este teria que ocorrer tão somente para compensar o menor dinamismo de outros fatores produtivos. Se nossas simulações, expressas abaixo, estiverem corretas, a taxa de crescimento potencial da economia chinesa tenderá a desacelerar fortemente até o fim desta década.

Gráfico 15: Projeção de crescimento potencial chinês (até 2030)

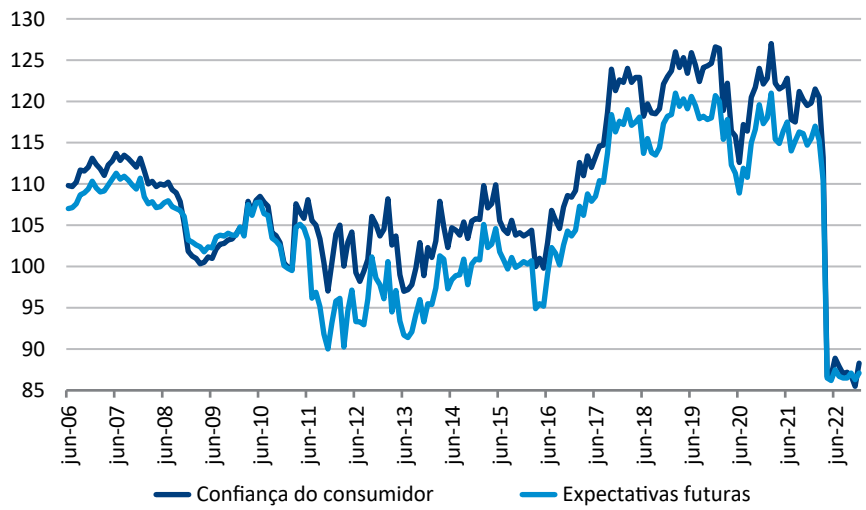


Fonte: FGV IBRE e BRCG.

Coloca-se, então, o debate central, já tangenciado no início deste artigo. Não estamos discutindo se haverá aceleração do crescimento frente ao desempenho do ano passado, mas sim quais são os limites do possível para a expansão da economia, tanto em 2023 como adiante, sem levar ao acúmulo de desequilíbrios e problemas mais estruturais.

Olhando especificamente para 2023, a discussão dos últimos meses se dividiu em dois tipos de opinião, uma mais otimista e outra menos otimista. Antes das divergências, os consensos: a demanda externa não ajudará, o Estado será muito atuante, em especial através de investimentos em infraestrutura (um pedaço do que chamamos de "Velha China"), as políticas fiscal, parafiscal e monetária serão ativas, e há necessidade de se dinamizar a confiança das famílias, que se encontra, como observado no gráfico abaixo, em patamares historicamente baixos.

Gráfico 16: Confiança dos consumidores



Fonte: PBoC.

A corrente mais otimista dos analistas defende que a supressão das restrições da política de Covid-zero, ocorrida ao fim do ano passado, levará, no decorrer de 2023, a uma intensa aceleração do consumo interno,

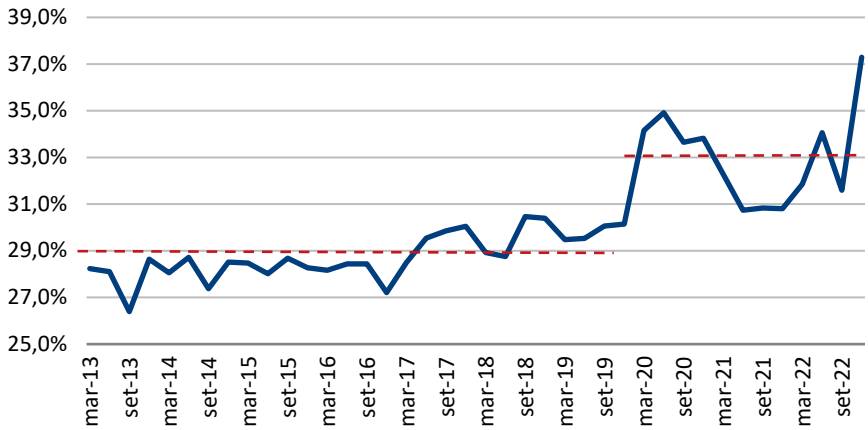
seja de bens ou de serviços, implicando em forte expansão da economia através de um boom na demanda doméstica privada. Este grupo entende que o crescimento chinês será próximo de 6,0% em 2023.

Já a corrente menos otimista, na qual nos incluímos, defende que a supressão das restrições será relevante, mas não terá a potência imaginada pelos mais otimistas. Há uma série de restrições, por exemplo no mercado imobiliário, que continuam em vigor, e a incerteza econômica, refletida na propensão ao consumo, seguirá elevada. Este grupo entende que o crescimento chinês será mais próximo de 5,0% em 2023.

Em última instância, as diferenças podem ser reduzidas a uma interpretação do que ocorrerá com a poupança das famílias chinesas, que tem se elevado, como proporção da renda disponível, desde a eclosão da pandemia. Lembre-se que, ao contrário do Ocidente, as famílias chinesas não receberam, por regra, transferência do governo. Assim, o aumento da poupança refere-se, primordialmente, a uma variação do consumo inferior à variação da renda disponível. O comportamento dessa variável (implícita e ajustada sazonalmente[3]) pode ser observado no gráfico a seguir.

Gráfico 17: Taxa de poupança das famílias

(% da renda disponível, ajustado sazonalmente)



Fonte: BRCG.

De fato, a variável implícita sugere que a poupança atingiu um pico ao final de 2022, podendo ser, em princípio, fator a justificar uma postura mais otimista frente ao crescimento deste ano: com mais recursos represados, haveria espaço para um explosão de consumo quando as famílias retornassem a patamares mais "usuais" de poupança.

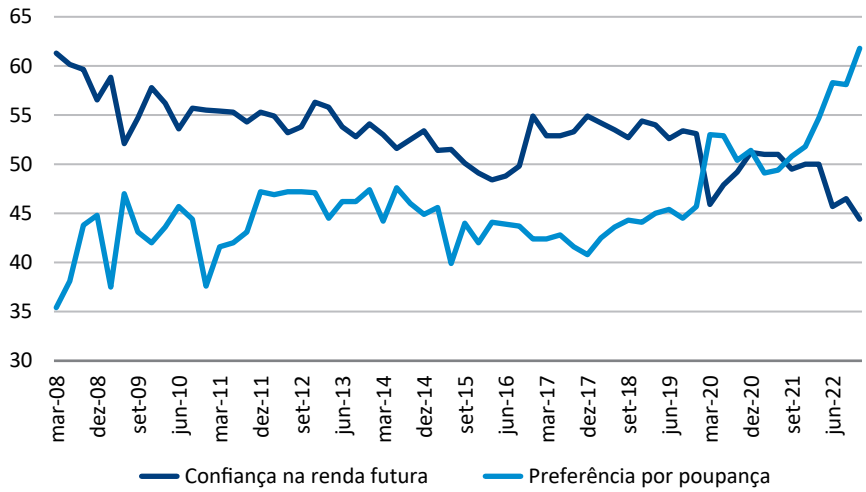
Este argumento, apesar de lógico, possui um problema. Como se observa acima, a taxa de poupança tem subido de patamar, e não é exatamente claro quais são as razões para isso. Dito de outra forma, é possível que a preferência por poupança das famílias chinesas tenha aumentado, fazendo frente não somente à questão sanitária, mas a outros tipos de incerteza que se abatem sobre as suas decisões de consumo intertemporal: a confiança das famílias nunca esteve tão baixa, o mercado imobiliário segue em contração, o mundo é cada vez menos amistoso aos interesses chineses e há severas dúvidas quanto à capacidade de forte crescimento futuro.

[3]Ao contrário do observado no Ocidente, não há estatísticas em alta frequência para o comportamento da poupança das famílias – o último dado, anual, refere-se a 2020. Construímos essa estatística através das tabelas de recursos e usos disponíveis no NBS, com a taxa implícita sendo a razão entre o não-consumo (ou seja, a poupança) e a renda disponível das famílias. O indicador foi ajustado sazonalmente para tratar um comportamento sazonal muito claro nas estatísticas construídas (N.A.)

É perfeitamente possível que as famílias tenham escolhido, ao menos neste momento, manter requisitos marginais de poupança mais elevados. Detalhes da pesquisa conduzida pelo PBoC com os depositantes bancários sugerem que este é o cenário: como se observa abaixo, com dados até o final de 2022, a confiança na renda futura nunca esteve tão baixa, e a preferência por poupança nunca esteve tão elevada.

Gráfico 18: Pesquisa dos depositantes bancários urbanos

(% dos respondentes)



Fonte: PBoC.

Tais achados, em si, aumentavam a probabilidade das evoluções menos otimistas do cenário, em linha com a nossa visão. Um sinal ainda mais forte nessa direção, ocorrido recentemente, foi a divulgação de uma meta oficial de crescimento do PIB para 2023 " ao redor de 5,0%", deixando claro que, sob os olhos do governo, uma forte expansão da economia não estaria garantida e que não deveria ser buscada a qualquer custo. O grupo mais otimista de analistas segue com sua visão, mas, claramente, a visão mais extrema da retomada do crescimento chinês está perdendo adeptos.

Em conclusão, e para além do acima exposto, toda a bateria de dados de alta frequência que foi disponibilizada neste início de 2023 mostra uma economia em rota de recuperação, ainda que não seja explosiva: haverá mais crescimento frente ao ano passado, mas, com as atuais condições de contorno e tendo em vista o desempenho do início do ano, nada sugere que expansões muito superiores a 5,0% estejam nas cartas.

Hoje esperamos um crescimento do PIB chinês de 5,1% em 2023. As incertezas prospectivas são relevantes e será necessário manter contínua avaliação. Mas, depois de muitos meses de dúvidas e visões antagônicas, o debate prospectivo começa a clarear.

FGV

Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Praia de Botafogo, 190 – CEP 22250-900 – Rio de Janeiro – RJ
Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 3799-4747

Primeiro Presidente e Fundador
Luiz Simões Lopes

Presidente
Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Francisco Oswaldo Neves Dornelles, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Conselho Diretor
Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Francisco Oswaldo Neves Dornelles, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Vogais: Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Marcílio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes: Aldo Floris, Alexandre Koch Torres de Assis, Antonio Monteiro de Castro Filho, Ary Oswaldo Mattos Filho, Carlos Eduardo de Freitas, Gilberto Duarte Prado, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, José Ermírio de Moraes Neto, Marcelo José Basílio de Souza Marinho, Willy Otto Jordan Neto

Conselho Curador
Presidente: João Alfredo Dias Lins (Presidente em exercício)

Vice-presidente: João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos & Cia.)

Vogais: Antonio Alberto Gouvea Vieira, Cid Heraclito de Queiroz, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado do Rio Grande do Sul, Federação Brasileira de Bancos (Isaac Sidney Menezes Ferreira), IRB – Brasil Resseguros S.A. (Antônio Cássio dos Santos), Luiz Carlos Piva, Luiz Ildefonso Simões Lopes, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maria Tereza Leme Fleury, Miguel Pachá, Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Resseguros e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo (Ronaldo Mendonça Vilela), Souza Cruz S/A (Jorge Irribarra)

Suplentes: Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, General Joaquim Maia Brandão Júnior, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Luiz Roberto Nascimento Silva, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Monteiro Aranha Participações S.A., Nilson Teixeira, Raphael José de Oliveira Barreto, Ricardo Gattass, Sul América Companhia Nacional de Seguros (Patrick de Larragoiti Lucas)

Instituto Brasileiro de Economia
Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Infraestrutura e Mercados Globais: Túlio Barbosa

Superintendência de Inovação: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação: André Lavinas

Superintendência de Publicações: Claudio Roberto Gomes Conceição

Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional: Joana Braconi

FGV IBRE

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor
Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor
Vagner Ardeo

Boletim Macro IBRE

Coordenação geral e técnica
Silvia Matos

Revisão editorial
Fernando Dantas

Editoria de arte
Marcelo Nascimento Utrine

Equipe Permanente
Aloisio Campelo Jr.
André Braz
Armando Castelar Pinheiro
Daniel Duque
José Júlio Senna
Lia Valls Pereira
Livio Ribeiro
Manoel Pires
Marina Garrido
Mayara Santiago
Rodolpho Tobler
Samuel Pessôa
Viviane Seda

Advertência
As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getulio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 17 de março de 2023. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.

FGV IBRE
INSTITUTO
BRASILEIRO
DE ECONOMIA

Boletim MACRO

Para edições anteriores, acesse:
https://portalibre.fgv.br/boletim-macro