

# Boletim MACRO

Fevereiro 2024 • Nº 152

## Dosando o otimismo

No final do ano passado tivemos um período de grande euforia nos mercados, refletindo uma visão de que os bancos centrais, com destaque para o Fed, não apenas não precisariam elevar mais suas taxas de juros, mas que seria possível iniciar o ciclo de cortes ainda no primeiro semestre de 2024





## 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](http://fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica)

# Dosando o otimismo

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Difícil dizer se é apenas correlação, ou o quanto há de causalidade, mas é indiscutível que o grau de pessimismo ou otimismo sobre a capacidade de os bancos centrais nas economias desenvolvidas, em especial nos EUA, trazerem a inflação de volta às metas sem gerarem uma contração mais forte da atividade tem coincidido com as quedas e altas nos preços dos ativos dos países emergentes, como refletido nas taxas de câmbio, risco país e nas bolsas de valores.

No final do ano passado, por exemplo, tivemos um período de grande euforia nos mercados, refletindo uma visão de que os bancos centrais, com destaque para o Fed, não apenas não precisariam elevar mais suas taxas de juros, mas que seria possível iniciar o ciclo de cortes ainda no primeiro semestre de 2024. Para alguns analistas mais otimistas, e a certa altura os mercados futuros de juros, o início do afrouxamento monetário já começaria em março deste ano. Isso coincidiu com um grande rali nos preços dos ativos ao redor do mundo, do qual o Brasil se beneficiou. Como os dados de inflação no Brasil já estavam mostrando desaceleração relevante, alguns analistas até reforçaram as apostas em cortes mais agressivos de juros por aqui também.

Em suma, criou-se expectativa no mercado de um pouso bem suave e relativamente rápido, com custos da desinflação bem tênues em termos de perda de atividade e da dinâmica do mercado de trabalho, tanto para a economia americana como no Brasil.

Esse cenário ainda não se confirmou. Em primeiro lugar, a postura do Federal Reserve (Fed) tem sido bem cautelosa, e, após a primeira reunião de janeiro, ficou claro nos discursos de seus dirigentes que há necessidade de mais dados para se ter confiança de que a inflação está caminhando de forma sustentável para a meta de 2%. Os dados de atividade econômica têm mostrado crescimento econômico elevado, e o mercado de trabalho ainda tem surpreendido, mostrando-se mais resiliente do que se projetava.

Além disso, a inflação tem desacelerado, mas as medidas de núcleo continuam elevadas. A inflação de janeiro (CPI) foi de 0,3%, acima da expectativa de 0,2%, com destaque para a elevação da medida de núcleo, que subiu para 0,4%, acima do consenso e do dado de dezembro, ambos de 0,3%. Em especial, a inflação de serviços continua resiliente, indicando que as pressões inflacionárias permanecem. Esse diagnóstico ficou mais evidente com a divulgação do índice de preços ao produtor, que subiu 0,3% em janeiro, ante dezembro, resultado repetido pelo núcleo do indicador, que exclui os voláteis itens de energia e alimentos. Ambos resultados ficaram acima das previsões de alta de 0,1%.

E, aqui no Brasil, a inflação de serviços de janeiro, excluindo passagens aéreas, acelerou em relação a dezembro de 2023. Mesmo com grandes avanços em termos de desaceleração da inflação, ainda estamos distantes da meta de 3%. O mercado de trabalho tem surpreendido, a política fiscal continua expansionista e os riscos relacionados à sustentabilidade fiscal cobram o seu preço.

Mesmo que o cenário do início deste ano tenha sido bem mais favorável que o observado no começo de 2023, ainda há um longo caminho para que a inflação de fato convirja para meta, tanto nos EUA como aqui. Assim, é necessário dosar o otimismo com relação a esse processo.

E, por fim, temos que monitorar alguns riscos externos para 2024, de diversas naturezas. Em primeiro lugar, há a eleição presidencial nos EUA, com acirramento de disputas geopolíticas, com possíveis impactos no comércio mundial e na economia chinesa. Ainda que movimentos mais significativos nessa direção sejam pouco

prováveis até a realização das eleições, eles tendem a se intensificar no final do ano. A eleição também pode trazer questões relacionadas à forma de operação da OTAN – Trump, se eleito, sinaliza que poderá não apoiar alguns aliados – e desdobramentos em relação aos conflitos bélicos com a Rússia.

Em segundo lugar, temos a questão fiscal nos EUA. O déficit público consolidado subiu de 5,4% do PIB em 2022 para 6,5% do PIB em 2023, o que ajuda a explicar a resiliência da atividade e do mercado de trabalho americanos, e, com o aumento expressivo do custo de financiamento da dívida pública, a deterioração fiscal tende a se acentuar. Nenhum dos candidatos parece comprometido em atacar essa questão e mesmo as projeções mais otimistas apontam forte expansão do endividamento público dos EUA nos próximos anos.

Há outras fontes de preocupação, como a crise do mercado de imóveis comerciais nos EUA, com aumento de inadimplência e os impactos no sistema bancário, com destaque para os bancos médios, um problema que pode se agravar se a inflação não cair tão rápido como se espera, limitando a capacidade do Fed de relaxar a política monetária. E há incertezas relevantes sobre como o governo chinês irá lidar com a crise imobiliária no país. A ver como tudo isso vai se desenrolar.

Em princípio, esse quadro não elimina o cenário de taxas de juros mais baixas este ano nos EUA e na Europa, que segue sendo nossa expectativa, como também não deve interromper o ciclo de afrouxamento monetário em curso nos países da América Latina, mesmo que com diferenças relevantes entre os países, devido a questões específicas de cada um deles. Como há desafios no combate à inflação, o processo deve ser mais gradual do que o mercado tem precificado, em que pese o otimismo já ter diminuído um pouco nas últimas semanas.

Aqui no Brasil, em especial, o processo de afrouxamento monetário continua. Como a inflação de 2024 deve ficar em torno de 3,7%, segundo previsões do FGV IBRE<sup>1</sup>, a taxa de juros deve seguir em terreno contracionista. Adicionalmente, após um ano marcado pela desaceleração do crédito bancário e o aumento da inadimplência, tanto de pessoas físicas como jurídicas, esperamos recuperação apenas gradual do mercado de crédito, com reflexos mais intensos sobre a atividade apenas no segundo semestre.

Esse quadro irá contribuir para a aceleração da atividade ao longo do ano, impulsionada também pelas eleições e a política fiscal, que continua expansionista, mesmo que com arrefecimento em relação ao ano passado. A contribuição negativa da agropecuária e o menor crescimento da indústria extrativa, em comparação a 2023, devem manter a atividade mais fraca no início do ano (ver seção de Atividade Econômica).

Porém, o principal tema doméstico continua sendo as contas públicas. Após o setor público consolidado encerrar 2023 com déficit primário de 2,3% do PIB (1,4% do PIB excluindo o pagamento do estoque de precatórios, de R\$ 92,4 bilhões), esperamos para 2024 déficit primário de 0,8% do PIB. Mesmo com melhor arrecadação no curto prazo, em grande medida fruto das novas medidas para aumentar as receitas públicas, avaliamos que o impacto será limitado, pois algumas medidas geram efeitos apenas temporários na arrecadação.

E, como é um ano de eleição municipal, a pressão por mais gastos continua. Há um risco de pressão por alteração da meta fiscal e podemos experimentar novas rodadas de incerteza fiscal. Será muito difícil zerar o déficit este ano e gerar um superavit de 0,5% do PIB em 2025, pois a pressão por mais gastos continua firme e forte, não devendo diminuir ao longo dos próximos anos. Com isso, a dívida pública continua subindo e deve atingir 77% do PIB este ano, após ficar em 74% do PIB em 2023.

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

<sup>1</sup>Pelo Boletim Focus divulgado no dia 15/02, a previsão é inflação de 3,82% em 2024 e de 3,51% em 2025.

- **Atividade econômica – página 7:** Os indicadores para o final de 2023 e 2024 apontam um cenário desafiador, com enfraquecimento generalizado da atividade econômica. No último trimestre de 2023 houve sinais de contração em setores importantes, como a indústria de transformação e o comércio, indicando um encerramento negativo do ano. Essa tendência negativa é contrabalançada pelo desempenho positivo da indústria extrativa, que deve ter crescimento significativo. Para 2024, as perspectivas são cautelosas, com incertezas significativas no agronegócio e uma dependência crítica da recuperação dos setores cíclicos, especialmente da indústria de transformação. A continuidade do afrouxamento monetário e a resiliência do mercado de trabalho devem contribuir para um bom resultado das atividades cíclicas este ano.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os índices de confiança do FGV IBRE revelam um cenário moderado para o início de 2024, com estabilidade no Índice de Confiança Empresarial (ICE) e queda no Índice de Confiança dos Consumidores (ICC). Os dados preliminares de fevereiro também indicam perspectivas pouco animadoras. Apesar da melhora pontual de alguns setores e grupos de consumidores, a percepção ainda é de cautela. Esse cenário também é observado no indicador de incerteza, que registrou alta nos últimos meses.
- **Mercado de trabalho – página 11:** A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) de dezembro de 2023 registrou uma taxa de desemprego de 7,4% no trimestre móvel, em linha com as projeções do FGV IBRE. Observou-se pequena queda na taxa de desemprego dessazonalizada, de 7,9% para 7,8%, com expectativa de leve redução, para 7,7%, em janeiro. Paralelamente, houve aumento na taxa de participação no mercado de trabalho, evidenciando lenta recuperação e incremento no número de ocupados, impulsionado por empregos informais. Finalmente, o saldo de empregos do Caged em dezembro mostrou desaceleração, para -430,2 mil vagas, levemente acima do esperado, com tendência de estabilização na geração de empregos em torno de 100 mil por mês, ajustando-se sazonalmente para um crescimento previsto de 98,4 mil empregos em janeiro.
- **Inflação – página 13:** Explorando o impacto do El Niño sobre a inflação em 2024, o texto detalha como variações climáticas afetam os preços de commodities agrícolas, com enfoque na soja e no milho, e a subsequente influência nos preços dos alimentos in natura. Observa-se aumento significativo na inflação alimentar em janeiro, exacerbado pelas condições climáticas adversas. A expectativa de inflação, embora inicialmente elevada, mostra sinais de contenção, refletindo otimismo cauteloso quanto ao manejo da situação e sua conformidade com as metas estabelecidas. Além disso, o artigo discute a complexidade da resposta da política monetária aos desafios impostos, enfatizando a interação entre eventos climáticos e econômicos na configuração da inflação, com particular atenção às variações sazonais e seus efeitos no custo de vida.
- **Política monetária – página 15:** Exame cuidadoso das estatísticas de inflação mostra que, a despeito da melhora geral do quadro inflacionário, ainda se faz necessário manter o aperto monetário, por um bom tempo. As dificuldades para levar a inflação para a meta e mantê-la em tal patamar não se limitam a isso. O fato de as expectativas de inflação não terem convergido para a meta torna especialmente difícil a tarefa do Banco Central. Quando as expectativas superam o objetivo oficial, exige-se mais dos outros determinantes da inflação. Em particular, exige-se mais da própria política monetária, ou seja, os juros reais têm de ficar acima do que seria necessário caso houvesse adequada ancoragem das expectativas.
- **Política fiscal – página 17:** Apesar de várias notícias positivas no front das contas públicas, os indicadores fiscais apresentaram forte piora no ano passado. O resultado primário foi deficitário em R\$ 230,5 bilhões, ao passo que, em 2022, apresentou-se superávit de R\$ 46,4 bilhões. A queda, portanto, foi de R\$ 276,9 bilhões.

Essa piora ocorreu por dois fatores principais. O primeiro foi a queda da arrecadação, resultante da normalização em relação ao período pandêmico, com desaceleração da inflação. O segundo fator foi o aumento extraordinário das despesas, com o pagamento no fim do ano dos precatórios atrasados e as transferências para Estados e municípios. Segundo exercício feito por nossos analistas, utilizando medidas de superávit estrutural – ou seja, ajustando o indicador pelo componente cíclico da receita –, em 2022 o déficit primário estrutural teria sido de R\$ 104,5 bilhões, em comparação a R\$ 169,4 bilhões de 2023, uma deterioração de R\$ 64,9 bilhões, ou 0,5% do PIB. Uma medida alternativa indica piora mais elevada, de 0,8% do PIB. Ambas as medidas sugerem que o componente cíclico de receita teria sido um fator determinante, afetando a variação do resultado primário entre os dois anos. Isso é o que governo deseja recuperar a curto prazo e, se bem-sucedido, deve gerar uma melhora substancial do resultado primário este ano, com a expectativa de que a melhora seja permanente.

- **Setor externo – página 20:** O superávit da balança comercial em janeiro, de US\$ 6,5 bilhões, foi recorde na série histórica desse mês, desde 1997. A China contribuiu com US\$ 2,7 bilhões para esse superávit, mas os saldos positivos com a África, o Oriente Médio e a América do Sul, exclusive Argentina, somaram US\$ 2,4 bilhões, com mais US\$ 1,2 bilhão da Ásia exclusive China – este conjunto de mercados que exclui a China gerou, portanto, superávit de US\$ 3,6 bilhões para o Brasil. Assim, a China lidera o saldo comercial, mas os dados reforçam a importância de o Brasil se manter um “global trader”.
- **Internacional – página 23:** A dinâmica da inflação ao consumidor (CPI) americana tem preocupado. Os núcleos de inflação têm acelerado. O núcleo por exclusão, depois de ter atingido 2,4% em agosto – consideramos sempre a média móvel trimestral anualizada com ajuste sazonal – fechou janeiro em 4,1%. Esse resultado acende um sinal de alerta, mas uma particularidade ainda nos dá algum conforto: os aluguéis têm explicado muito do que tem ocorrido com os indicadores de inflação nos EUA. De fato, o núcleo por exclusão do CPI tem rodado em 12 meses a 3,9%. Se retirarmos aluguéis desse núcleo, temos 2,2% em 12 meses. A inflação de aluguel está muito elevada. Não se sabe o motivo. Apesar dos riscos altistas, o cenário básico para a inflação futura nos parece benigno. Os bons números das expectativas de inflação são uma das razões para isso. Mesmo assim, faz sentido toda a cautela do BC americano na condução da política monetária, em um ambiente bastante incerto. De qualquer forma, os números ruins do CPI não representam uma interrupção no processo de desinflação. Temos leituras estranhas – para janeiro, muito estranha – do aluguel imputado.
- **Observatório político – página 24:** O Observatório Político, de autoria do pesquisador Octavio Amorim Neto, tem como título “O Pretorianismo e Seus Custos”. Segundo o Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, o adjetivo “pretoriano” é “relativo ou pertencente à guarda dos imperadores da Roma antiga”, adjetivo que está na origem de um importante conceito da ciência política, pretorianismo. Na definição de Amos Perlmutter, “Um Estado pretoriano moderno é aquele em que os militares tendem a intervir no governo e têm o potencial para dominar o Executivo”. Segundo o autor do Observatório Político, no Brasil, o pretorianismo voltou ao prosaíco. Debelá-lo novamente exigirá muita vontade e capacidade política do atual e futuros governos. Além de ser uma ameaça óbvia à democracia, o pretorianismo redivivo poderá deixar outro pesado custo para o país: gerar um ambiente de suspeição entre as elites civis e militares, tornando nossas lideranças políticas democráticas muito tímidas na hora de usar as Forças Armadas para as funções precípuas destas – a defesa nacional e o apoio à política externa.
- **Em foco IBRE – página 25:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Lívio Ribeiro, o tema é: “China: Vitória agridoce em 2023, desafios relevantes em 2024”.

## Atividade econômica

PIB estagnado na reta final de 2023, mas a indústria extrativa se destaca positivamente

Silvia Matos, Caio Dianin e Ana Victoria Pelliccione

Na última projeção antes dos resultados do quarto trimestre de 2023, mantivemos a expectativa de crescimento de 2,9% para o ano passado e de estabilidade na margem para o último trimestre de 2023 (0% TsT e 2,1% AsA). Houve ajustes em alguns setores, especialmente na indústria, com aumento nos valores da indústria extrativa e redução na indústria de transformação, elevando a participação da primeira no crescimento de 2023. Apesar desses resultados, a flexibilização monetária deve impulsionar uma melhor performance da parte cíclica em 2024, mesmo diante dos baixos níveis de investimento no ano passado. Quanto ao PIB de 2024, a projeção permanece em 1,4%, com ligeira contração no primeiro trimestre de -0,1 TsT (1,0% AsA). O pessimismo em relação à agropecuária persiste, devido aos efeitos do clima desfavorável e à base alta decorrente do excepcional resultado de 2023. Em resumo, ainda esperamos enfraquecimento da atividade econômica em 2024.

A atividade industrial terminou o ano de 2023 com resultado positivo: 1,1% MsM (1,0% AsA). Seguindo a tendência de novembro, enunciada no Boletim anterior, o resultado foi viabilizado novamente pelo crescimento desproporcional de 2,2% MsM (17% AsA) da indústria extrativa. Além disso, a indústria de transformação apresentou crescimento na margem de 0,6% MsM (-2,1% AsA), registrando melhora em relação a novembro (-0,1% MsM). Dentro da indústria de transformação, observamos enfraquecimento das categorias Fabricação de produtos alimentícios e Fabricação de bebidas. Respectivamente, elas variaram 2,1% MsM (0,8% AsA) e -2,2% MsM (3,8% AsA) em dezembro, ante 3,1 MsM (4,7% AsA) e 2,8 MsM (5,4% AsA). Esse movimento está relacionado ao final do ciclo de eventos ocorrido no último trimestre de 2023. Categorias menores, como Confecção de artigos de vestuários e acessórios e Fabricação de equipamentos de informática, foram destaques positivos de dezembro, crescendo na margem, respectivamente, 14,5% e 10,4%. Ao contrário do esperado, Fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis apresentou queda de -2,6% MsM. As aberturas por categoria de uso continuam com valores negativos para Bens de capital: -1,2 MsM (-15,9% AsA).

A surpresa negativa veio do comércio. O varejo ampliado recuou, -1,1% MsM (0% AsA), valor abaixo do consenso de mercado de 0,4% MsM (3,1% AsA) e da nossa projeção, de -0,2% MsM (2,2% AsA). Sinal do enfraquecimento não só das categorias relacionadas ao varejo ampliado, uma vez que, no conceito restrito, houve queda na margem, -1,3% MsM (1,3% AsA).

O setor de serviços apresentou crescimento de apenas 0,3% MsM (-2,0% AsA), ante 0,9% MsM (0,4% AsA) registrado em novembro. O resultado veio abaixo do esperado pelo mercado, mas mais em linha com nossas projeções. O resultado incipiente foi guiado, principalmente, por duas categorias: 'Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios' e 'Outros serviços'. Na primeira, observamos queda em praticamente todas as subcategorias de transporte, com destaque para 'Transporte aéreo' e 'Transporte rodoviário de passageiros' com quedas, respectivamente, de -24,1% AsA e -15,1%. Já a categoria de 'Armazenagem, serviços auxiliares aos transportes e correio' condiz com o resultado negativo que observamos no comércio. Nessa segunda categoria, o resultado foi puxado por 'Atividades auxiliares dos serviços financeiros', que representa algo em torno de 70% da categoria e teve queda de -15% AsA. Na ponta oposta, 'Serviços prestados às famílias' continua apresentando crescimento: 3,5% MsM (7,6% AsA).

No indicador de atividade econômica do FGV IBRE (IAE-FGV) de dezembro, observamos crescimento, com 0,5% MsM e 3,1% AsA. As contribuições dos componentes cíclicos e exógenos foram de, respectivamente, 1,9p.p. (61,3%) e 1,2p.p. (38,7%). O IBC-Br referente a dezembro apresentou crescimento de 0,8% MsM (1,4%AsA). Por fim, o Monitor do PIB apresentou crescimento de 0,6% em relação a novembro (2,1% AsA). O crescimento de dezembro foi puxado principalmente pela parte exógena, enquanto a parte cíclica contribuiu pouco: 1.8p.p. (85,7%) e 0.3p.p. (14,3%), respectivamente, algo já registrado em novembro. Para o quarto trimestre fechado, o Monitor do PIB mostra crescimento de 0,1% (TsT) e de 2,3% (AsA). Com relação aos componentes, temos a parte exógena contribuindo com 0p.p. (0%) para o resultado na margem e o componente cíclico, com 0.1p.p.(100%).

Nesse contexto, não observamos evidências que justifiquem a alteração de projeção de crescimento do PIB. Logo, continuamos com 0% TsT (2,1% AsA) para o quarto trimestre e, para os anos de 2023 e 2024, respectivamente, 2,9% e 1,4%. Contudo, agora esperamos queda na margem de -0,5% (antes 0,5%) para indústria de transformação no último trimestre de 2023, fechando o ano com contração de -1,4%. Apesar de o valor agregado continuar o mesmo, a composição se alterou, uma vez que o setor que compensou os valores negativos da indústria de transformação foi o extrativo, que deve terminar o ano com 4,4% TsT (Anteriormente 1,4% TsT) e fechar 2023 com crescimento de 8,6%. A projeção para indústria geral mudou ligeiramente de 2,0% AsA (0,6% TsT) para 2,2% (0,8% TsT).

O setor de serviços apresentou resultados fracos, dentro do esperado. Assim, mantivemos os números em 0,3% TsT e 2,0% AsA.

Na ótica da demanda, continuamos com queda de -0,2 % TsT (2,3 % AsA) para o consumo das famílias no quarto trimestre, ainda com o mercado de trabalho aquecido. Mantivemos nossa expectativa de contração do investimento no quarto trimestre de -0,3%TsT (-5,8% AsA). Assim, o investimento terminará 2023 com resultado negativo de -3,4%. Em linha com o que observamos na pesquisa mensal da indústria, na abertura de bens de capital. Sem surpresas em relação ao consumo do governo, mantivemos nossas projeções: alta de 0,1% na margem, fechando o ano com elevação de 1,4%. Por fim, mantivemos a projeção do setor externo para 2023: exportações crescendo 8,4% e importações caindo -2,7%.

Continuamos com 1,4% de crescimento para o PIB de 2024. Enfatizamos o viés baixista para o início do ano, uma vez que a realidade do agronegócio ainda parece ser negativa. Isso porque, além da base alta por conta dos bons resultados de 2023, o clima aparenta ainda ser desfavorável para a produtividade da safra de soja. Além disso, o setor extrativo deve ter crescimento bem mais modesto este ano. A parte exógena do PIB desempenhou papel importante no último ano. A produção de petróleo apresenta crescimento quase constante no decorrer dos anos, dando saltos

**Tabela 1: PIB projeções**

Atividades	2023.IV (TsT)	2023.IV (AsA)	2023	2024
Consumo das Famílias	-0.2%	2.3%	3.1%	1.3%
Consumo do Governo	0.1%	1.9%	1.4%	2.0%
Investimento	-0.3%	-5.8%	-3.4%	2.4%
Exportação	0.9%	8.8%	9.5%	2.0%
Importação	0.3%	-1.7%	-1.4%	2.0%
<b>PIB</b>	0.0%	2.1%	2.9%	1.4%
<b>Agropecuária</b>	-1.6%	6.4%	16.2%	-3.4%
<b>Indústria</b>	0.8%	2.2%	1.4%	1.9%
Extrativa	4.4%	10.5%	8.6%	3.9%
Transformação	-0.5%	-1.0%	-1.4%	1.4%
Eletricidade e Outros	3.0%	8.5%	6.5%	2.3%
Construção Civil	1.3%	-1.5%	-1.1%	1.0%
<b>Serviços</b>	0.3%	2.0%	2.4%	1.6%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

quando novas plataformas ou poços são ativados. Como em 2024 não esperamos esses fatores, não vislumbramos surpresas nessas áreas. Os setores cíclicos devem acelerar este ano. Em especial, esperamos que a indústria de transformação ao menos compense os valores negativos apresentados em 2023. Resultado que depende, em parte, da performance da Argentina, que passa por um período de grande incerteza sob o novo governo de Javier Milei. Especificamente, os setores cíclicos devem apresentar crescimento de 1.4% e os setores exógenos, 1.3% com contribuições respectivas de 1.0p.p (71%) e 0.4 p.p (29%).

## Expectativas de empresários e consumidores

### Índices de Confiança não deslançam no início de 2024

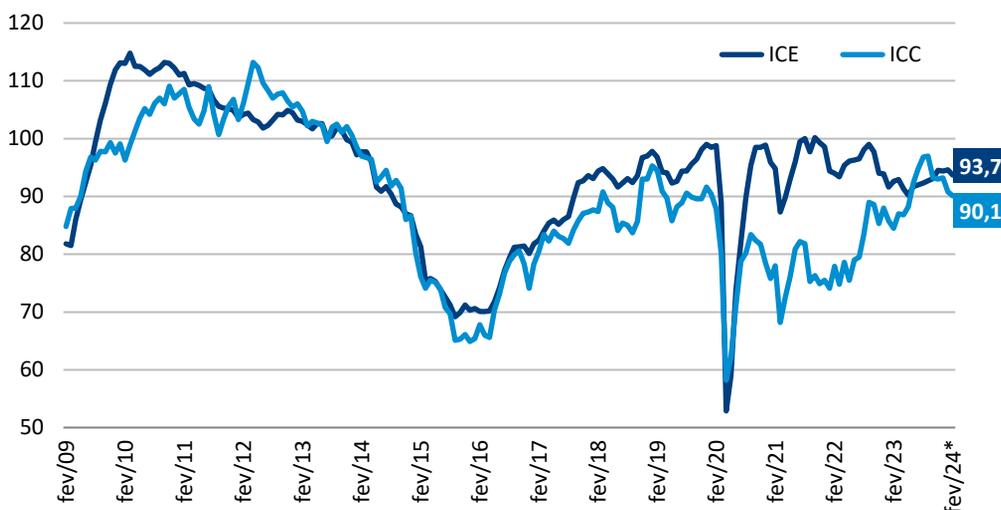
Rodolpho Tobler

Os índices de confiança do FGV IBRE começaram o ano de 2024 em ritmo moderado. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) permaneceu estável em janeiro, com variação de apenas 0,2 ponto, enquanto o Índice de Confiança dos Consumidores (ICC) registrou queda de 2,4 pontos, após relativa estabilidade no mês anterior. Esses resultados sugerem que tanto empresários quanto consumidores estão adotando uma abordagem cautelosa.

Com dados coletados até o dia 14 deste mês de fevereiro, a prévia revela perspectivas pouco animadoras em ambas as óticas. O ICE pode experimentar nova queda de 0,9 ponto, alcançando 93,7 pontos, ainda abaixo do nível neutro. No âmbito dos consumidores, o ICC diminuiria 0,7 ponto, atingindo 90,1 pontos, retornando parcialmente ao que foi recuperado ao longo do ano passado e marcando o menor nível desde maio de 2023.

**Gráfico 1: Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores**

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



Fonte: FGV IBRE.

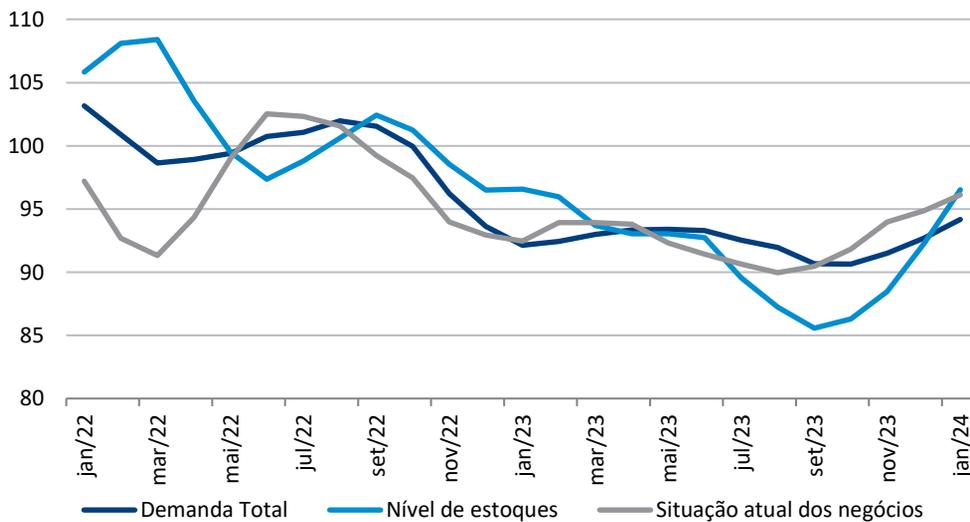
A confiança dos consumidores demonstra sinais de desaceleração após avanço consistente em 2023. Nos últimos cinco meses, excluindo a prévia de fevereiro, o índice acumula queda de 4,2 pontos, que chama atenção pela abrangência tanto nos indicadores do momento presente quanto nas expectativas para os próximos meses. Em janeiro, a queda foi generalizada em todas as faixas de renda, exceto na de maior poder aquisitivo. Apesar da melhoria em variáveis importantes, como inflação, desemprego e endividamento, os consumidores ainda não retomaram o otimismo em suas percepções.

Do ponto de vista empresarial, o resultado de janeiro foi positivo para a maioria dos setores que compõem o ICE, com destaque para o aumento em serviços, comércio e indústria. A construção, por outro lado, apresentou queda, o que acabou gerando diminuição da dispersão entre as atividades. Apesar da melhoria mais ampla, o setor industrial se destaca nos últimos meses, registrando aumento contínuo de 6,9 pontos na confiança dos empresários do setor desde setembro.

A melhora no setor industrial vem sendo disseminada nos horizontes de tempo dos indicadores da sondagem, especialmente nas avaliações sobre o momento atual. Mesmo ao suavizar os indicadores com médias móveis trimestrais, o indicador que avalia o nível de estoques apresenta a maior recuperação, sugerindo a normalização após o desafiador ano de 2023. Apesar desses resultados promissores nos últimos meses, é importante observar que mais empresas ainda apontam estoques excessivos do que insuficientes, e a prévia de fevereiro indica estabilização dessa tendência.

**Gráfico 2: Indicadores que compõe o ISA da indústria**

(Em pontos – médias móveis trimestrais)



Fonte: FGV IBRE.

Outro ponto de atenção no início deste ano refere-se ao indicador de incerteza (IIE-Br). Após um período de queda com o controle da pandemia e a normalização das atividades, o indicador tem oscilado nos últimos meses, mostrando tendência de leve alta. A elevação em janeiro foi influenciada pelo componente de média do indicador, com maior pressão relacionada ao aumento do pessimismo em relação à economia global, previsões menos favoráveis para o crescimento chinês e diversos riscos geopolíticos.

Em resumo, o início de 2024 nas sondagens do FGV IBRE parece dar continuidade ao cenário dos últimos meses do ano anterior. Tanto consumidores quanto empresários não apresentam uma trajetória contínua de

melhora da confiança, mantendo postura cautelosa em relação aos próximos meses e com poucos avanços nas percepções do presente. Mesmo diante de pontos positivos, como a melhora nos estoques, o quadro parece estar mais associado a um início de retomada do que a uma recuperação sustentada. Apesar da melhoria em alguns indicadores macroeconômicos, a cautela ainda prevalece entre empresários e consumidores.

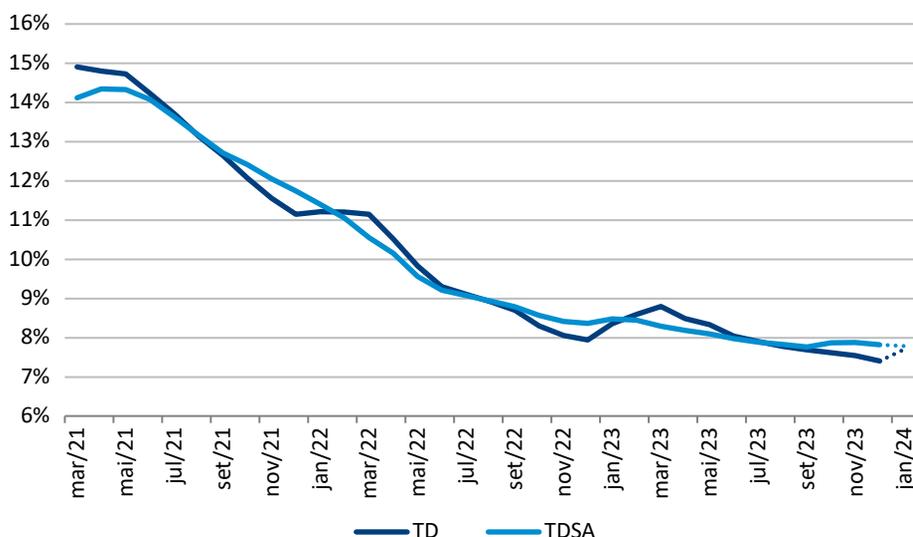
## Mercado de trabalho

Desemprego mantém trajetória de estabilidade com tendência de baixa, mas número de ocupados é impulsionado por taxa de participação, levando a aumento da informalidade. Caged mantém trajetória de geração de empregos em patamar semelhante ao do longo do ano passado

Daniel Duque

A edição de dezembro de 2023 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), mostrou que o trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 7,4%, equivalente ao nível projetado pelo FGV IBRE. Em termos dessazonalizados, o percentual caiu em baixo ritmo, de 7,9% para 7,8%, mesmo nível de agosto de 2023. Para janeiro, projeta-se aumento da para 7,7%, o que seria, no entanto, equivalente a uma estabilidade no mesmo nível, na série dessazonalizada.

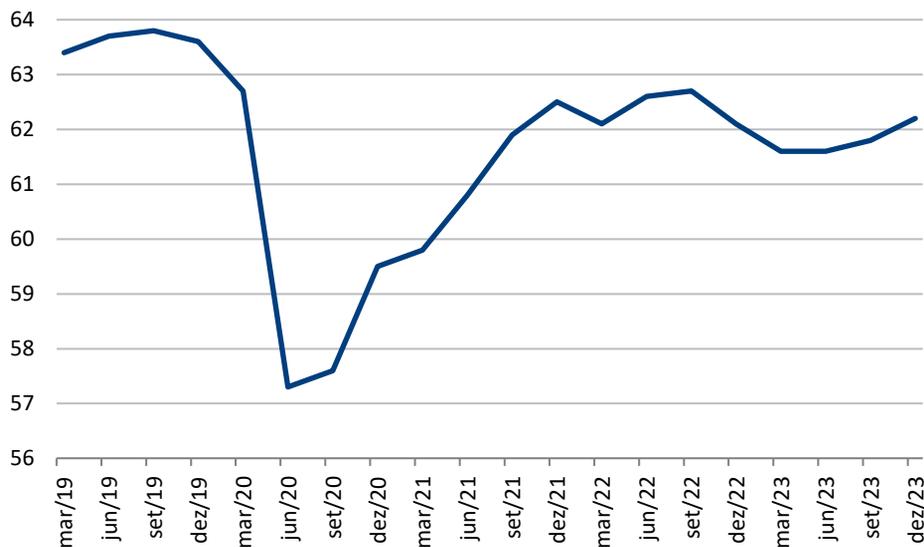
**Gráfico 3: Taxa de Desemprego 2020-23 (em %)**



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

Como se vê no gráfico abaixo, tem havido lenta recomposição da taxa de participação a partir do segundo trimestre de 2023, que se acelerou no último trimestre de 2023. O atual valor está 0,1 ponto percentual acima daquele do mesmo período do ano anterior.

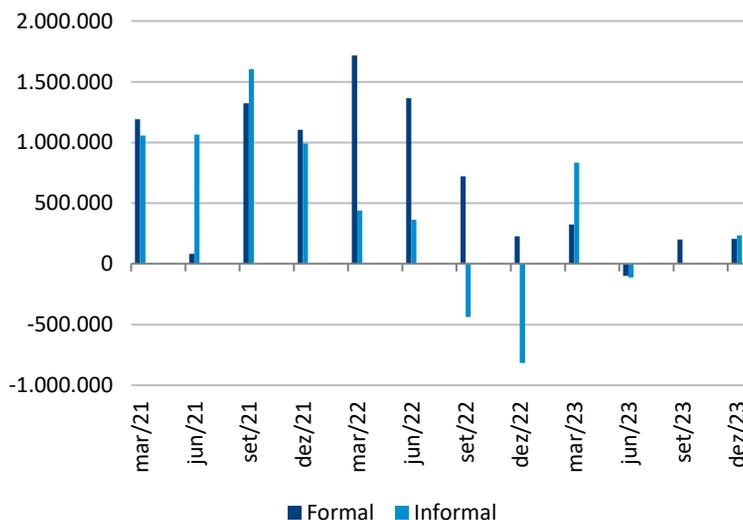
**Gráfico 4: Taxa de Participação**



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

Com o aumento da taxa de participação, trabalhadores marginalmente integrados à força de trabalho retornaram, dando novo empuxo para o aumento do número de ocupados. Como se vê pelo gráfico abaixo, o aumento foi puxado principalmente por informais, cuja geração de empregos está mais associada a esse tipo de trabalhador.

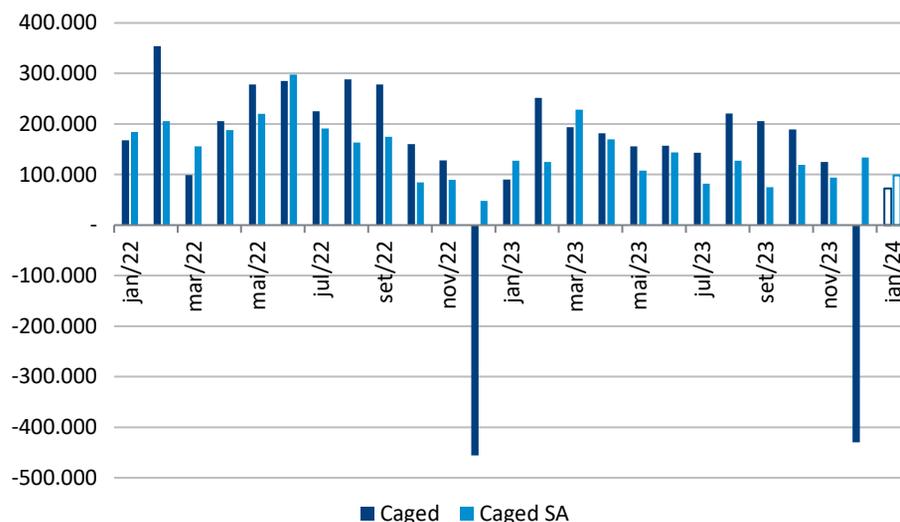
**Gráfico 5: Geração de Emprego por Tipo**



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

O Caged, por fim, mostrou em dezembro de 2023 um saldo de -430,2 mil vagas, pouco acima do projetado pelo FGV IBRE, de -450 mil. Com ajuste sazonal, o saldo registrou aceleração, de 93,7 mil para 133,5 mil, confirmando novo patamar de geração de empregos, em torno de 100 mil empregos por mês, desde o início do segundo trimestre. Para janeiro, projeta-se saldo de 72,7 mil postos de trabalho, o que corresponde 98,4 mil quando aplicado ajuste sazonal.

**Gráfico 6: Saldo de Vagas do Caged em 2022-23**



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

## Inflação

### El Niño e a Expectativa de Inflação para 2024: O Impacto nos Preços Agrícolas

André Braz

O fenômeno climático El Niño, que marcou o final de 2023, trouxe consigo não apenas alterações significativas no clima, mas também um impacto palpável nas expectativas de inflação para 2024, projetadas pelo Boletim Focus do Banco Central em 3,9%. Esse cenário previsto refletia os desafios antecipados, particularmente para o setor agrícola, e os efeitos subsequentes sobre a inflação. Notavelmente, a soja e o milho, duas das principais commodities agrícolas do Brasil, experimentaram variações de preço significativas devido ao El Niño, com a soja declinando de um aumento de 13% em dezembro de 2023 para uma redução de 1,13% em janeiro de 2024, e o milho variando de um aumento de 1,29% para uma estabilidade em 0,1% nos mesmos períodos, conforme captado pelo Índice de Preços ao Produtor (IPA) da FGV. Apesar dos aumentos observados em dezembro de 2023, impulsionados pelo El Niño — um fenômeno climático conhecido por alterar o ciclo e a intensidade das chuvas no Brasil —, os preços em janeiro de 2024 começaram a mostrar uma tendência diferente, revertendo o pessimismo inicialmente trazido pelo fenômeno. Essa mudança sugere uma adaptação do setor agrícola às condições climáti-

cas alteradas, refletindo a resiliência e a capacidade de recuperação frente às adversidades impostas pelo clima. Entretanto, o aumento mais notável ocorreu nos preços dos alimentos in natura, que incluem raízes, tubérculos, hortaliças, legumes e frutas. Esses itens, afetados diretamente pelas condições climáticas adversas do El Niño, viram seus preços aumentarem significativamente em janeiro de 2024. A Tabela 1, elaborada com dados do IPCA do IBGE, ilustra a diferença em pontos percentuais entre a taxa do IPCA e a taxa do mesmo índice calculado sem alimentos in natura, destacando um aumento expressivo de 0,15 pontos percentuais em janeiro de 2024 em comparação com anos anteriores. Essa variação ressalta a influência marcante dos alimentos in natura na composição da inflação, exacerbada pelas condições sazonais intensificadas pelo El Niño.

**Tabela 2: Diferença em pontos percentuais entre a taxa do IPCA e a taxa do mesmo índice calculado sem alimentos in natura**  
(tubérculos, raízes, legumes, hortaliças, verduras e frutas)

Índices	jan/20	jan/21	jan/22	jan/23	jan/24
IPCA	0,21	0,25	0,54	0,53	0,42
IPCA (Ex- Alimentos in natura)	0,15	0,16	0,44	0,49	0,27
Diferença (p.p.)	0,06	0,09	0,1	0,04	0,15

Fonte: Elaboração própria com dados do IPCA IBGE.

Em janeiro de 2024, o índice de difusão do IPCA, que indica o percentual de produtos e serviços com aumento de preços, subiu para 65,25%, marcando o ponto mais alto desde abril de 2023. Essencialmente impulsionado pelos alimentos in natura, esse crescimento sinaliza uma pressão inflacionária focalizada, prevista, contudo, como temporária. Espera-se alívio dessas pressões à medida que nos aproximamos do outono, período mais propício para o cultivo desses alimentos. Importante destacar que esse incremento no índice de difusão foi especialmente devido aos preços dos alimentos in natura, não se estendendo a outras categorias alimentícias. Tal especificidade sugere que o atual aumento do índice de difusão reflete situação passageira, associada à sazonalidade de tais itens, que tende a se normalizar com a chegada do outono, implicando que o elevado índice de difusão atual provavelmente não persistirá nos próximos meses. Além disso, a análise dos núcleos de inflação, particularmente daqueles que excluem itens voláteis como os alimentos in natura, revelou desaceleração mais acentuada. O núcleo IPCA-EX1, por exemplo, mostrou alta de 0,48% em dezembro de 2023, mas recuou para 0,22% em janeiro de 2024. Essa desaceleração reflete a natureza temporária das pressões inflacionárias observadas, indicando uma complexidade na análise inflacionária que requer compreensão detalhada das dinâmicas de preço de alimentos específicos.

As estatísticas preliminares de fevereiro sugerem que as pressões inflacionárias sobre os preços dos alimentos, especialmente os processados, permanecem contidas, sem indícios de aceleração no curto prazo. No entanto, com a chegada da Quaresma, observou-se uma mudança nos padrões de consumo, com aumento na demanda por ovos e pescados. O Monitor da Inflação do IBRE registrou avanço de 0,9% no preço dos pescados na prévia de fevereiro de 2024, enquanto os preços dos ovos, apesar de queda inicial de 3,2%, mostraram desaceleração menor na segunda quinzena do mês, indicando apenas 2,4% de recuo.

Esse panorama oferece uma visão aprofundada da influência do El Niño na dinâmica de preços e na inflação, destacando a importância de monitorar as variações de preços e as condições climáticas para uma análise econômica precisa. A expectativa, embora cautelosa, é que o IPCA encerre o ano de 2024 em 3,7%, dentro do intervalo de tolerância da meta de inflação, refletindo análise mais otimista dos efeitos do El Niño na agricultura e nos preços das commodities

# Política monetária

## Política monetária: o longo caminho até os 3,0% de inflação

José Júlio Senna

Em 12 meses, medida pela IPCA, a inflação cheia no Brasil está em 4,5% a.a. O componente de preços livres encontra-se em 3,2%. No ano passado, a inflação plena ficou dentro do intervalo de tolerância. São números muito bons. Basta lembrar que, em abril de 2022, experimentávamos um ritmo de crescimento dos preços de 12,1% a.a.

Parece razoável supor que os nossos números de inflação seriam ainda melhores não fosse o caráter expansionista da política fiscal praticada nos últimos tempos, em especial ao longo de 2023. A expansão fiscal certamente neutralizou parte dos efeitos do aperto monetário, em curso há mais de dois anos.

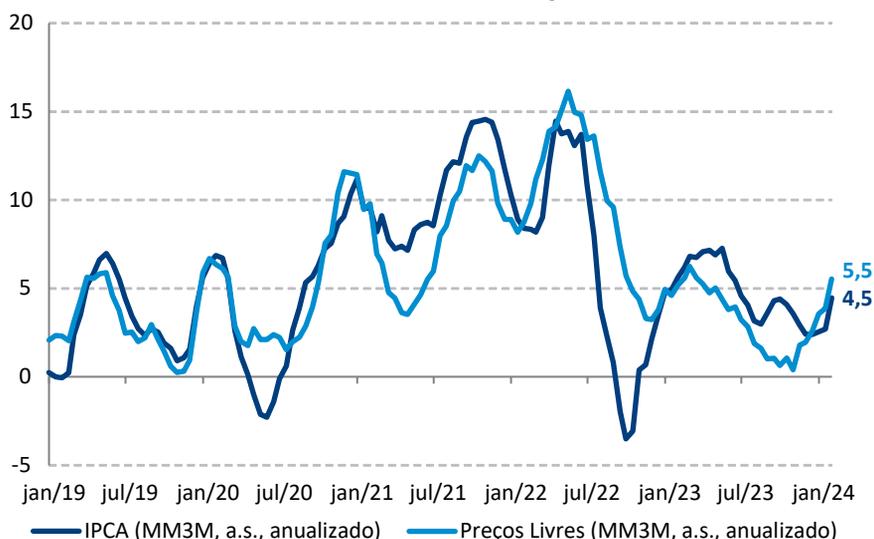
O ponto importante é que o avanço já obtido no combate à inflação não pode ser confundido com vitória definitiva sobre a alta dos preços. Existe ainda um longo caminho a percorrer até que a inflação brasileira chegue realmente aos 3,0% a.a. e seja possível fazê-la permanecer em tal patamar.

Os obstáculos a serem vencidos até que se consiga atingir o objetivo final do Banco Central podem ser percebidos não apenas nas estatísticas em si da inflação, mas também no ambiente macroeconômico de modo geral.

No tocante às estatísticas, é conveniente que se examine o comportamento dos preços com base na métrica da média móvel trimestral, anualizada, pois tal medida permite examinar a inflação “na ponta”, sem a desvantagem de considerar apenas a inflação mensal, cuja excessiva volatilidade dificulta uma adequada percepção da tendência inflacionária.

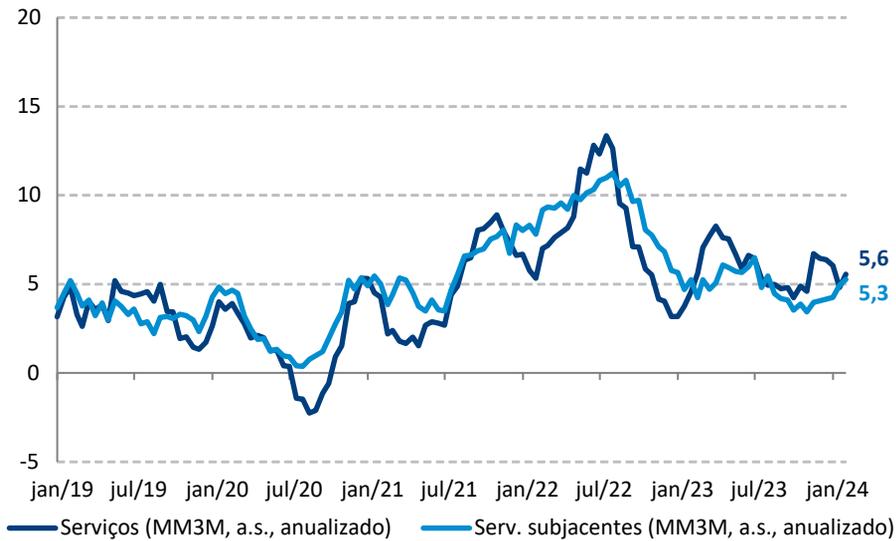
Na métrica mencionada, a inflação plena está em 4,5% e a inflação de preços livres em 5,5%. O componente de serviços encontra-se em 5,6% e os serviços subjacentes crescem ao ritmo de 5,3% a.a. São números ainda bem distantes da meta. Como ilustram os gráficos 7 e 8, nos casos da inflação de livres e dos serviços subjacentes, a tendência é de alta, nos últimos meses.

**Gráfico 7: IPCA Encadeado – Headline (Cheio) e Preços Livres (MM3M, a.s., anualizado)**



Fonte: IBGE e MCM Consultores. Últimos dados: janeiro/2023 (IPCA). Nota: O gráfico mostra a evolução do IPCA encadeado, isto é, o IPCA-15 seguido pelo IPCA. A métrica de média móvel trimestral anualizada tem como objetivo analisar a tendência da métrica de inflação adotada.

**Gráfico 8: IPCA Encadeado – Serviços e Serviços Subjacentes (MM3M, a.s., anualizado)**



Fonte: IBGE e MCM Consultores. Últimos dados: janeiro/2023 (IPCA). Nota: O gráfico mostra a evolução do IPCA encadeado, isto é, o IPCA-15 seguido pelo IPCA. A métrica de média móvel trimestral anualizada tem como objetivo analisar a tendência da métrica de inflação adotada.

Além disso, cabe ressaltar que dificilmente a inflação plena de 2024 poderá contar com as belas contribuições que lhe foram dadas em 2023 pelas reduzidas taxas de inflação de bens industriais e de produtos de alimentação. Em 12 meses, essas taxas ficaram em 1,3% e 0,7% a.a., respectivamente. Isso é particularmente relevante no caso da inflação de alimentos, cuja média móvel trimestral chegou a 12,3% a.a., neste início de ano.

Talvez o maior obstáculo a ser vencido pelo Banco Central, na sua luta para levar a inflação para a meta, e mantê-la estável nesse patamar, tenha a ver com o comportamento das expectativas de inflação de médio prazo. Na semana do Carnaval, a pesquisa Focus revelou um avanço mínimo de 3,50 para 3,51%, para 2025. Para os dois anos seguintes, as expectativas de inflação foram mantidas em 3,50%, patamar registrado há 32 semanas.

A teoria e a evidência empírica deixam claro que o fator expectativas é um dos mais importantes determinantes de qualquer processo inflacionário. Quando as expectativas de inflação convergem para a meta, os condutores da política monetária têm seu trabalho largamente facilitado. Quando as expectativas superam o objetivo oficial, exige-se mais dos outros elementos determinantes da inflação. Em particular, exige-se mais da própria política monetária. Em poucas palavras, os juros reais acabam se situando acima do que seria necessário, caso houvesse adequada ancoragem das expectativas.

Ilustração interessante do que escrevemos acima é o fato de que, no momento, no cenário de referência para 2025, a projeção oficial de inflação (3,2%) encontra-se abaixo das expectativas Focus para o mesmo período (antes em 3,50%, agora em 3,51%). Fica claro que, sob expectativas desancoradas, a inflação pode convergir para a meta. Mas custa caro.

Um complicador importante do quadro atual da economia brasileira tem a ver com o fato de que pelo menos dois fatores tendem a dificultar os esforços do BC no sentido de promover a adequada ancoragem das expectativas. Tais fatores são as incertezas que cercam a programada troca no comando do Banco Central, prevista para a virada do ano, e a ausência de confiança na obtenção de equilíbrio nas contas públicas.

A já anunciada intenção do BC de manter os juros básicos da economia em território contracionista, ao cabo do atual ciclo de baixa, deve ser vista como uma tentativa de reduzir o ritmo de crescimento de certos conjuntos de preços (serviços, por ex.) e, ao mesmo tempo, levar as expectativas para (pelo menos) mais perto da meta. É notório que se trata de uma difícil tarefa.

# Política fiscal

## Uma estimativa de resultado primário recorrente e estrutural: comparação entre 2022 e 2023

Manoel Pires

O ano de 2023 foi bastante produtivo do ponto de vista fiscal. Abaixo segue uma lista dos principais eventos fiscais.

**Emenda da transição:** ampliou o Bolsa Família, resolvendo de forma permanente a insuficiência do programa diante do aumento da pobreza do pós-pandemia; e normalizou o volume de despesas discricionárias que encerrou 2023 em 1,7% do PIB, contra 1,5% do PIB nos anos pandêmicos.

**Novo Arcabouço Fiscal (NAF):** Estabeleceu um limite para o crescimento da despesa e propôs um ajuste fiscal com mais ênfase pelo lado de receita. A interpretação difundida entre agentes de mercado é que o NAF reduziu o risco fiscal, eliminando situações de cauda.

**EC da reforma tributária:** Aprovação da Emenda EC 132/2023 que reorganiza a tributação do consumo em torno de um IVA de base ampla. A regulamentação da reforma deverá ocorrer em 2024. A Emenda determina o envio para o Congresso Nacional da 2ª fase da reforma, que trata de renda e patrimônio, até março.

**Medidas fiscais de ajuste:** Concentrado em elevar as receitas e rever as desonerações.

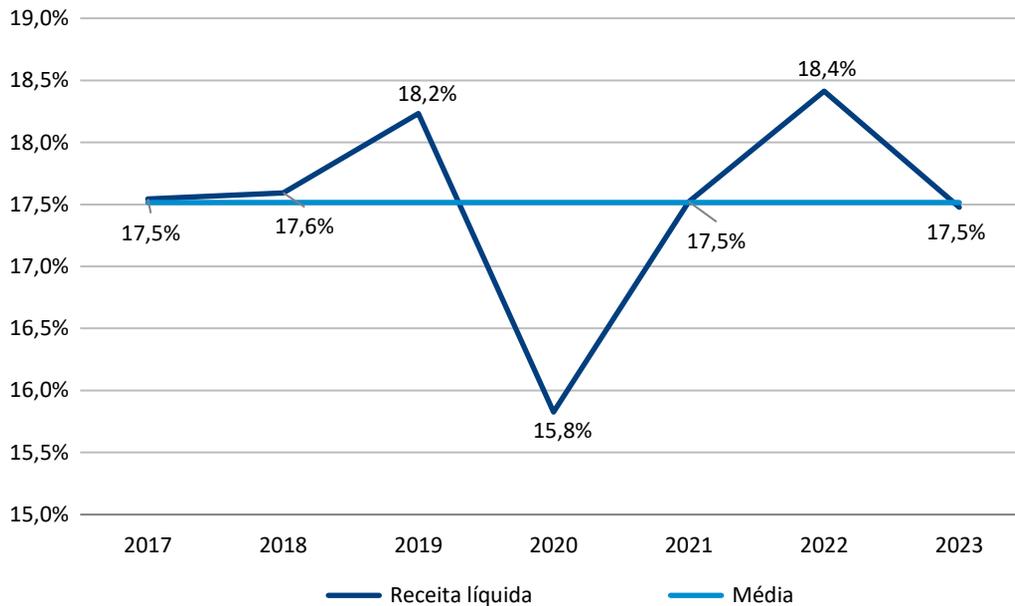
- A agenda foi bem-sucedida no Congresso Nacional, muitas medidas foram aprovadas e a arrecadação deve apresentar recuperação ao longo de 2024 e nos anos seguintes.
- Há evidência empírica sugerindo pouco impacto contracionista sobre a atividade econômica de medidas de elevação de receita baseadas em ampliação de base tributária.

**Redução dos passivos fiscais:** pagamento dos precatórios represados no total de R\$ 92,3 bilhões; e acordo com Estados e Municípios pelas desonerações de 2022, em um total de R\$ 29,7 bilhões, pagos em 2023.

Apesar de várias notícias positivas no front fiscal, os indicadores fiscais apresentaram forte piora no ano. O resultado primário foi deficitário em R\$ 230,5 bilhões ao passo que, em 2022, apresentou superávit de R\$ 46,4 bilhões. A queda, portanto, foi de R\$ 276,9 bilhões.

Essa piora ocorreu por dois fatores principais. O primeiro foi a queda da arrecadação, resultante da normalização do período pandêmico com desaceleração da inflação. O gráfico a seguir apresenta a evolução da arrecadação que, em 2023, atingiu exatamente a média para o período desde 2017. O bônus de arrecadação em 2022 foi de 0,9 p.p. do PIB, equivalente a R\$ 92,5 bilhões do referido ano.

**Gráfico 9: Evolução da arrecadação líquida do Governo Federal (% do PIB)**



Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados divulgados pelo Tesouro Nacional.

Em 2022, o governo obteve uma receita elevada de concessões de R\$ 46,8 bilhões (0,46% do PIB). Considerando-se que a média dessa rubrica desde 2011 equivale a 0,3% do PIB, a arrecadação extraordinária é da ordem de R\$ 17 bilhões. Esse valor deve ser descontado do ganho cíclico daquele ano. Em 2023, por sua vez, houve uma receita extraordinária de resgate de contas antigas de PIS totalizando R\$ 26 bilhões, que também deve ser excluída do resultado.

O segundo fator foi o aumento extraordinário das despesas no fim do ano com o pagamento dos precatórios atrasados e as transferências para Estados e municípios. Os valores das transferências para os Estados e municípios em 2023 totalizaram R\$ 29,7, bilhões enquanto em 2022 foram de R\$ 14 bilhões, uma piora não permanente de R\$ 13,7 bilhões. Como a desoneração foi realizada em 2022, decidi alocar todo o gasto extraordinário realizado em 2023 no ano em que foi gerado. Nesse caso, essa decisão envolve retirar todo o gasto dessa rubrica em 2023 e considerá-lo no resultado de 2022.

Com relação aos precatórios, meu colega do IBRE, Samuel Pessoa apresentou a conta por competência em artigo recente em sua coluna da Folha de São Paulo. Reproduzo aqui: dos R\$ 92,3 bilhões pagos em 2023, 34,6 bilhões são da competência de 2023. Em 2022, deve-se acrescentar ao gasto daquele ano R\$ 22,3 bilhões mais R\$ 6,4 bilhões de juros, totalizando R\$ 26,7 bilhões. Assim, do total pago, deve-se excluir o gasto referente à parte que seria da competência de 2023 ( $92,3 - 34,6 = 57,4$ ) e alocar o gasto de 26,7 na competência de 2022. A tabela a seguir apresenta os ajustes:

**Tabela 3: Estimativa de resultado recorrente e estrutural**

(R\$ bilhões e % do PIB)

	2022		2023		Variação	
	R\$ Bi	% do PIB	R\$ Bi	% do PIB	R\$ Bi	% do PIB
<b>Resultado Primário Oficial</b>	<b>46,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-230,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-276,9</b>	<b>-2,6</b>
<b>Ajustes</b>	<b>-75,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>61,1</b>	<b>0,6</b>	<b>136,5</b>	<b>1,3</b>
- Receita Atípica	-17,0	-0,2	-26,0	-0,2	-9,0	-0,1
- Transferências Extraordinárias E/M	-29,7	-0,3	29,7	0,3	59,4	0,6
- Precatórios	-28,7	-0,3	57,4	0,5	86,1	0,8
<b>Resultado Primário Recorrente</b>	<b>-29,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-169,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-140,4</b>	<b>-1,3</b>
<b>Ajuste cíclico de receita</b>	<b>-75,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>75,5</b>	<b>0,7</b>
<b>Resultado Primário Estrutural</b>	<b>-104,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-169,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-64,9</b>	<b>-0,5</b>

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados divulgados pelo Tesouro Nacional.

Os cálculos mostram que, em termos de resultado recorrente, o déficit primário foi ampliado de R\$ 29 bilhões em 2022 para R\$ 169,4 bilhões em 2023, um crescimento de R\$ 140,4 bilhões, aproximadamente 1,3% do PIB.

Em termos de resultado primário estrutural, ou seja, ajustando o indicador pelo componente cíclico da receita, calcula-se que, em 2022, o déficit primário tenha sido de R\$ 104,5 bilhões em comparação aos mesmos R\$ 169,4 bilhões de 2023, uma deterioração de R\$ 64,9 bilhões, ou 0,5% do PIB.

A variação de resultado estrutural estimada é ligeiramente inferior à expansão do Bolsa Família que, entre 2022 e 2023, cresceu R\$ 78,2 bilhões, 0,7 p.p. do PIB.

Esses indicadores possuem algum grau relevante de arbitrariedade que envolve decisões metodológicas do analista. Uma crítica possível está na decisão de alocar todo o gasto com a transferência extraordinária para Estados e municípios em 2022. Uma decisão metodológica alternativa seria excluir o gasto em 2023 sem incluir em 2022. Nesse caso, o resultado recorrente de 2022 aumenta para um pequeno superávit de R\$ 0,7 bilhão e a piora entre os dois anos seria de R\$ 170,6 bilhões, equivalente a 1,6 p.p. do PIB. O resultado estrutural de 2022 melhora, mas continua deficitário em R\$ 74,8 bilhões. A piora entre os dois anos é elevada para R\$ 94,6 bilhões, ou 0,8 p.p. do PIB.

A mudança metodológica não altera o fato de que o fator que mais afetou a variação do resultado primário entre os dois anos foi o componente cíclico de receita. Isso é o que governo deseja recuperar a curto prazo e, se bem-sucedido, deve gerar uma melhora substancial do resultado primário no ano, com a diferença de que desta vez a melhora tende a ser permanente.

## Setor externo

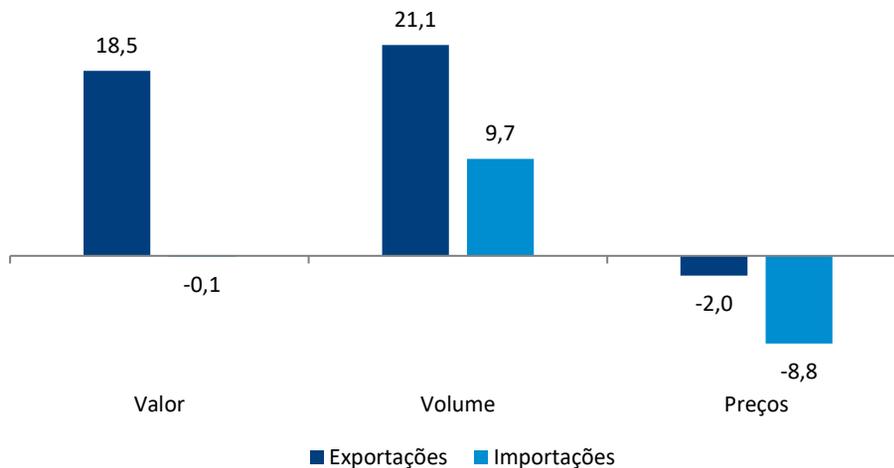
### Superávit recorde da balança comercial

Lia Baker Valls Pereira

Como analisamos na edição de janeiro de 2024, nossa expectativa é de que o setor externo continue a apresentar cenário favorável durante este ano, associado ao desempenho da balança comercial. Nesse sentido, o superávit recorde de US\$ 6,5 bilhões na série mensal de janeiro da balança comercial, iniciada em 1997, confirma a expectativa de um cenário favorável.

A variação em valor das exportações foi de 18,5%, e as importações recuaram em 0,1% na comparação interanual do mês de janeiro entre 2023 e 2024. Repetiu-se o comportamento observado ao longo de 2023, de queda nos preços e aumento no volume. O aumento do volume exportado em 21,1% superou o das importações, 9,7%. No caso dos preços, o recuo nas importações de 8,8% ultrapassou o das exportações, de 2,0% (Gráfico 10).

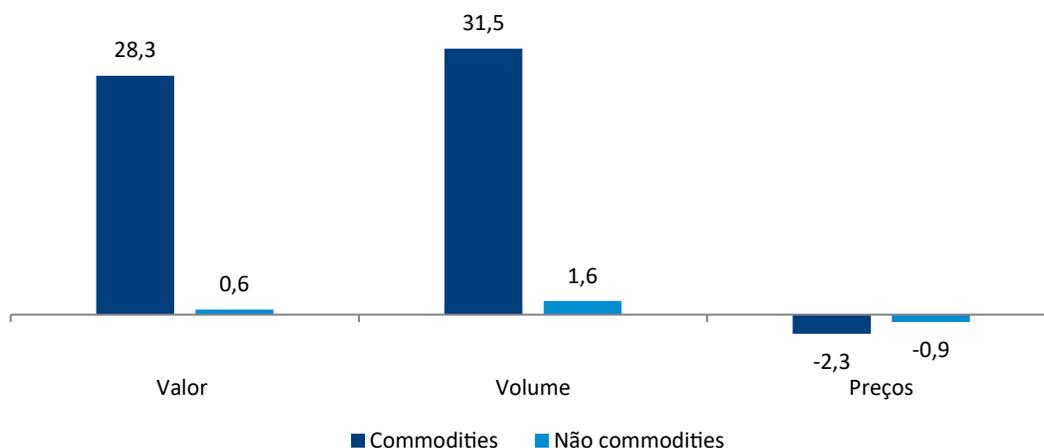
**Gráfico 10: Variação (%) nos índices dos fluxos comerciais: janeiro 2023/2024**



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

O aumento das exportações foi liderado pelas commodities, que cresceram em volume 31,5% enquanto a variação entre os meses de janeiro de 2023 e 2024 das não commodities foi de 1,6%. A queda nos preços das commodities foi de 2,3% (Gráfico 11).

**Gráfico 11: Variação (%) dos indicadores das exportações de commodities e não commodities: janeiro 2023/2024**

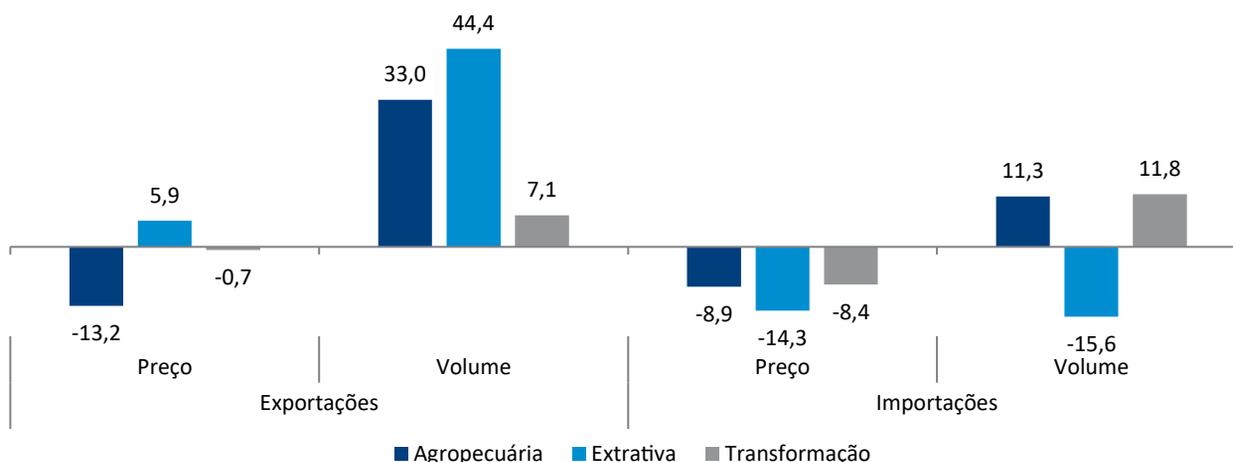


Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

O desempenho por setor de atividade mostra a liderança da indústria extrativa, na qual as exportações cresceram em valor 53,1% na comparação entre os meses de janeiro. Esse resultado é explicado pela variação de 44,4% em volume e de 5,9% nos preços. Destacam-se as vendas de petróleo bruto (17,8% do total exportado), com aumento de 53,4% em valor, impulsionado pelo crescimento de volume (61,8%), pois os preços recuaram. Em seguida, as exportações de minério de ferro (participação de 10,5%) com aumento em valor de 56,9%, 20% no volume e 30,8% nos preços. Até meados de 2023, os preços do minério de ferro estavam caindo em relação a 2022. O aumento da demanda chinesa explica a alta recente do preço.

A agropecuária também apresentou variação positiva em volume (33,0%), mas queda de preços. A liderança coube às exportações de soja (participação de 5,4% nas exportações totais), com aumento de volume e queda de preços. A variação no valor exportado da indústria de transformação foi de 6,3%, com aumento de volume (7,1%) e preços estáveis (Gráfico 12).

**Gráfico 12: Variação (%) dos índices de volume e preços por tipo de indústria-janeiro 2023/2024**

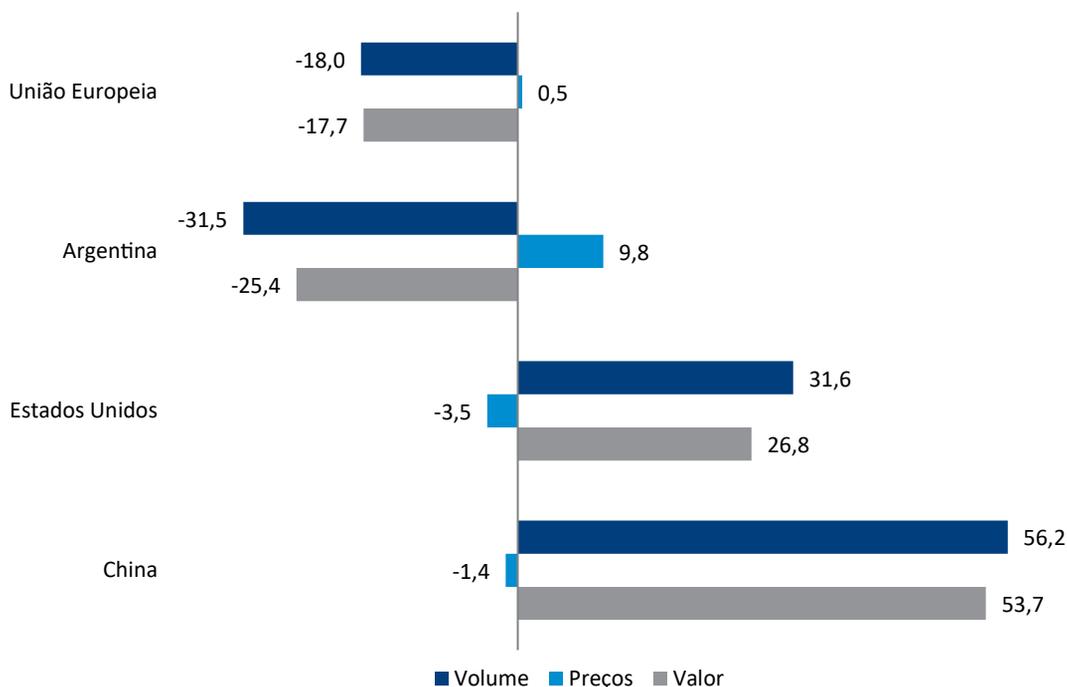


Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

Entre os principais parceiros, as exportações para a China cresceram em valor 53,7%, e para os Estados Unidos em 26,8%. Para a União Europeia, as vendas externas recuaram 17,7% e, para a Argentina, 25,4%. Como mostra o Gráfico 13, os aumentos de exportações foram liderados pela variação positiva do volume, enquanto para a União Europeia e Argentina os volumes caíram.

No caso da Argentina, a participação do país nas exportações brasileiras foi de 2,8% em janeiro, o menor percentual na série histórica desse mês. O segundo menor foi na crise do início dos anos 2000, 3,5% em janeiro de 2002. Um reflexo da atual crise foi a queda nas vendas de automóveis de passageiros, que registraram retração em valor de 38,2%.

**Gráfico 13: Variação (%) das exportações brasileiras para os seus principais mercados: janeiro 2023/2024**



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/MDIC.

A China contribuiu com US\$ 2,7 bilhões e os Estados Unidos com US\$ 244 milhões para o superávit da balança comercial do Brasil de janeiro. Com Argentina e União Europeia registraram-se saldos negativos. Os saldos positivos com África (US\$ 855 milhões), Oriente Médio (US\$ 990 milhões) e América do Sul exclusive Argentina (US\$ 543 milhões) somaram US\$ 2,4 bilhões. Houve saldo adicional de US\$ 1,2 bilhão da Ásia exclusive a China.

A China lidera o saldo comercial, mas os dados mostram a importância dos mercados da África, Oriente Médio e demais mercados na Ásia e na América do Sul – que, como se vê acima, geraram em conjunto um saldo de US\$ 3,6 bilhões para o Brasil em janeiro – para o resultado recorde da balança comercial,

# Internacional

## Dúvidas na desinflação americana

Samuel Pessôa e Mariam Dayoub<sup>2</sup>

A dinâmica da inflação ao consumidor americana, conhecida como CPI (consumer price index), tem preocupado. Os núcleos de inflação têm acelerado. O núcleo por exclusão, depois de ter atingido 2,6% em agosto – consideramos sempre a média móvel trimestral anualizada com ajuste sazonal –, fechou janeiro em 4,0%. Para os núcleos de médias aparadas e da mediana, os números são, respectivamente, de 2,8% e 3,7% em meados de 2023, e 4,1% e 5,3% em janeiro. Para serviços, após excluir aluguéis, temos 2,0% em julho e 5,8% em janeiro.

Mas será que essa dinâmica dos núcleos preocupa tanto assim? Enquanto ela acende um sinal de alerta e deve ser monitorada de perto, uma particularidade ainda nos dá conforto. Os aluguéis têm explicado muito do que tem ocorrido com os indicadores de inflação nos EUA. De fato, o núcleo por exclusão do CPI tem rodado em 12 meses a 3,9%. Se retirarmos aluguéis desse núcleo, temos 2,2% em 12 meses.

A inflação de aluguel está muito elevada. Não se sabe o motivo. Em particular, houve em janeiro uma grande defasagem entre a inflação de aluguel do CPI e a inflação dos novos contratos de aluguéis efetivamente celebrados. A diferença entre as duas inflações foi, para o mês de janeiro, de 0,2 ponto percentual (pp), ou 2,4pp na taxa anualizada. Algo de muito estranho tem ocorrido na forma pela qual o instituto estatístico que apura o CPI tem imputado o aluguel.

De qualquer forma, como vimos no primeiro parágrafo, os núcleos do CPI na frequência trimestral estão elevados. Não somente elevados como têm apresentado leve aceleração desde meados do ano passado. Tal fato não ocorre quando olhamos os dados em 12 meses. Os núcleos – por exclusão, médias aparadas e mediana – têm apresentado leve queda desde meados do ano passado e fecharam janeiro, respectivamente, em 3,9%, 3,7% e 4,9%. Tudo sugere ser possível que a aceleração observada na média móvel trimestral nos últimos seis meses derive de deficiências dos controles da sazonalidade.

O banco central americano (Fed) emprega, para operacionalizar o regime de metas da inflação, o deflator do consumo das contas nacionais, conhecido por PCE, índice distinto do CPI. O PCE incorpora os custos dos serviços públicos, principalmente saúde e educação, consumidos pelas famílias, e aluguéis têm um peso bem menor: 18% no PCE ante 35% no CPI (20% no núcleo por exclusão do PCE ante 44% no núcleo por exclusão do CPI).

Somente teremos a divulgação do PCE de janeiro no final de fevereiro. A dinâmica da inflação PCE, na frequência trimestral anualizada com ajuste sazonal, preocupa menos. Para os três núcleos – exclusão, médias aparadas e mediana – temos observado redução e, em dezembro, as leituras ficaram em 1,5%, 2,2% e 2,8%, respectivamente. Os serviços que excluem aluguéis marcaram, em 12 meses até dezembro, 3,3%, ante 4,8% em dezembro de 2022. Temos um lento processo de desinflação dos serviços, que é um grupo caracterizado por maior persistência. O indicador que o Fed emprega – o núcleo por exclusão do PCE – fechou dezembro a 2,9% em 12 meses, vindo de 4,9% em dezembro de 2022.

Apesar dos riscos altistas, o cenário básico para a inflação futura nos parece benigno. Uma das razões são os bons números das expectativas. A pesquisa conduzida com consumidores americanos pela sucursal de NY

<sup>2</sup>Economista sênior da Julius Baer Brasil.

do Fed aponta expectativas 12 meses à frente na casa de 3,0% e, três anos à frente, em 2,4%. Em 2018, antes, portanto, do choque da pandemia, essas expectativas variavam entre 2,7% e 3,0%. A pesquisa conduzida pela sucursal do Fed de Atlanta com as empresas indica expectativa de inflação na casa de 2,2%, igual aos valores reportados em 2018. Ou seja, as expectativas estão ancoradas bem perto da meta.

Faz sentido toda a cautela do BC americano na condução da política monetária em um ambiente bastante incerto, mas os números ruins do CPI não representam uma interrupção no processo de desinflação. Temos leituras estranhas – para janeiro, muito estranha – do aluguel imputado. É isto..

## Observatório político

### O Pretorianismo e Seus Custos

Octavio Amorim Neto – Professor da FGV EBAPE

Segundo o *Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa*, o adjetivo “pretoriano” é “relativo ou pertencente à guarda dos imperadores da Roma antiga”, adjetivo que está na origem de um importante conceito da ciência política, pretorianismo. Na definição de Amos Perlmutter, “Um Estado pretoriano moderno é aquele em que os militares tendem a intervir no governo e têm o potencial para dominar o Executivo”.<sup>3</sup>

O Brasil que vai do golpe militar que instaurou a República em 1889 até o governo Sarney (1985-1990) foi um exemplo típico de Estado pretoriano. A partir do fim da década de 2000, havia indícios de que o país finalmente superara o moderno pretorianismo que havia marcado indelevelmente os primeiros cem anos da República, com seus frequentes golpes, quarteladas, pronunciamentos e um longo regime militar.

Ledo engano. Afinal, tivemos o governo Bolsonaro, o qual, além de ter levado os militares novamente para o centro do Poder Executivo, desaguou no infame episódio de 8 de janeiro de 2023, em que as sedes dos três Poderes foram assaltadas e depredadas por bolsonaristas.

Já no dia 8 de fevereiro de 2024, a Política Federal deflagrou a Operação Tempus Veritatis, cujos alvos são pessoas suspeitas de trabalhar para invalidar o resultado das eleições de 2022 antes mesmo da realização do pleito que viria conduzir Luiz Inácio Lula da Silva ao seu terceiro mandato presidencial. Entre os investigados, encontram-se militares de alta patente, alguns dos quais ainda estavam na ativa durante o último ano do governo Bolsonaro. A Operação também descobriu textos de decretos produzidos por assessores de Bolsonaro, após as eleições, que ofereceriam fundamentação jurídica para a realização de novas eleições.

Sabe-se que a trama fracassou, mas foi ou não uma tentativa de golpe de Estado?

Aqui a precisão conceitual se faz novamente necessária. Em percuciente trabalho sobre o conceito de golpe de Estado, Leiv Marsteintredet e Andrés Malamud mostram que este possui três ingredientes conjuntamente necessários: “Um golpe é realizado por atores dentro ou pertencentes ao Estado. [...] As vítimas de um golpe de Estado são o governo, o chefe de governo e/ou de Estado. O objetivo dos golpistas é implementar uma mudança no governo [...] Uma característica definidora de um golpe é que a destituição do governo é

<sup>3</sup>Ver Amos Perlmutter, *The Military and Politics in Modern Times*, New Haven: Yale University Press, 1977, p. 93.

ilegal ou também inconstitucional, uma vez que normalmente envolve pelo menos a suspensão temporária da ordem constitucional”<sup>4</sup>.

É por conta do terceiro elemento – a destituição ilegal ou inconstitucional do governo – que a remoção de Dilma Rousseff em 2016 não pode ser considerada um golpe de Estado, porque o Supremo Tribunal Federal supervisionou todo o processo e, ao fim e ao cabo, o declarou constitucional.

Porém, por conta da presença conjunta dos três ingredientes referidos acima, o que aconteceu entre julho de 2022 e o 8 de janeiro de 2023, tal qual relatado pela Operação Tempus Veritatis, foi, sim, uma tentativa de golpe de Estado.

Afinal, a tentativa foi realizada por ministros, assessores presidenciais, policiais e militares – isto é, atores dentro ou pertencentes ao Estado –, os quais tinham como objetivo, inicialmente, impedir a posse do presidente eleito em outubro de 2022 e, depois, caso este fosse empossado, destituí-lo inconstitucionalmente por meio de uma intervenção militar. O fato de haver fracassado não torna a tentativa menos golpista.

Em suma, no Brasil, o pretorianismo voltou ao proscênio. Debelá-lo novamente exigirá muita vontade e capacidade política do atual e futuros governos.

Além de ser uma ameaça óbvia à democracia, o pretorianismo redivivo poderá deixar outro pesado custo para o país: gerar um ambiente de suspeição entre as elites civis e militares, tornando nossas lideranças políticas democráticas muito tímidas na hora de usar as Forças Armadas para as funções precípua destas – a defesa nacional e o apoio à política externa –, justamente quando o sistema internacional está em uma transição muito instável, a qual poderá ocasionar conflitos militares entre as grandes potências<sup>5</sup>, cujos efeitos chegarão rapidamente às nossas costas.

*Este artigo expressa a opinião do autor, não representando necessariamente a opinião institucional da FGV.*

## Em foco IBRE

### Vitória agridoce em 2023, desafios relevantes em 2024

Lívio Ribeiro

Durante todo 2023, defendemos que a China passaria por dificuldades econômicas, e que não seria trivial garantir o cumprimento da meta de crescimento “ao redor de +5,0%”. Nossa visão era particularmente não-consensual, e bastante minoritária, no início do ano passado. A diferença em relação aos analistas mais otimistas estava na potência da abertura sanitária, após o fim (atabalhado) da política de Covid-zero dinâmica, em dezembro de 2022.

Para esse grupo otimista, por longo tempo majoritário, os chineses iriam liberar poupança acumulada, acelerando o crescimento de 2023, através do consumo privado, a taxas superiores a 6,0%. O grupo mais

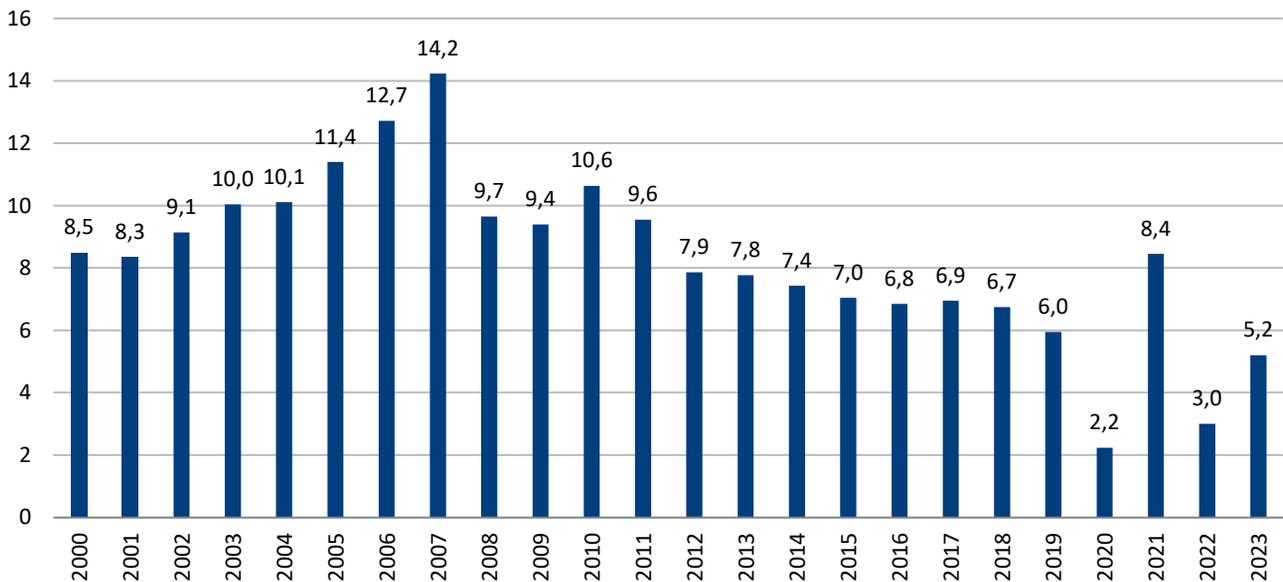
<sup>4</sup>Ver Leiv Marsteintredet e Andrés Malamud, “Coup with Adjectives: Conceptual Stretching or Innovation in Comparative Research”, *Political Studies Review*, vol. 68, n. 4, 2020, p. 1023, disponível em <https://doi.org/10.1177/0032321719888857>.

<sup>5</sup>A esse respeito, ver, entre outros, o artigo de Hal Brands, “The Next Global War: How Today’s Regional Conflicts Resemble the Ones That Produced World War II”, *Foreign Affairs*, 26/01/2024, disponível em <https://www.foreignaffairs.com/united-states/next-global-war>.

pessimista, do qual sempre fizemos parte, não discutia a direção do movimento, mas sim a sua intensidade: apostávamos que as famílias chinesas permaneceriam relativamente retraídas, em meio a desafios estruturais (por exemplo, a demografia) e conjunturais (por exemplo, o ajuste imobiliário e a redução das vendas externas), de forma que seria necessária muita ajuda do governo, pelos canais fiscal e monetário, para se atingir a meta de crescimento.

No decorrer de 2023, ficou claro que o grupo mais pessimista estava correto. Nesse sentido, o crescimento do PIB de +5,2% deve ser compreendido como uma vitória agridoce do governo chinês. Como se pode observar abaixo, as taxas de crescimento da economia estão diminuindo de forma consistente há muitos anos (gráfico 14), sendo necessários cada vez mais estímulos, nem sempre bem-calibrados, para se entregar taxas mais robustas de expansão.

**Gráfico 14: Crescimento do PIB (% anual)**



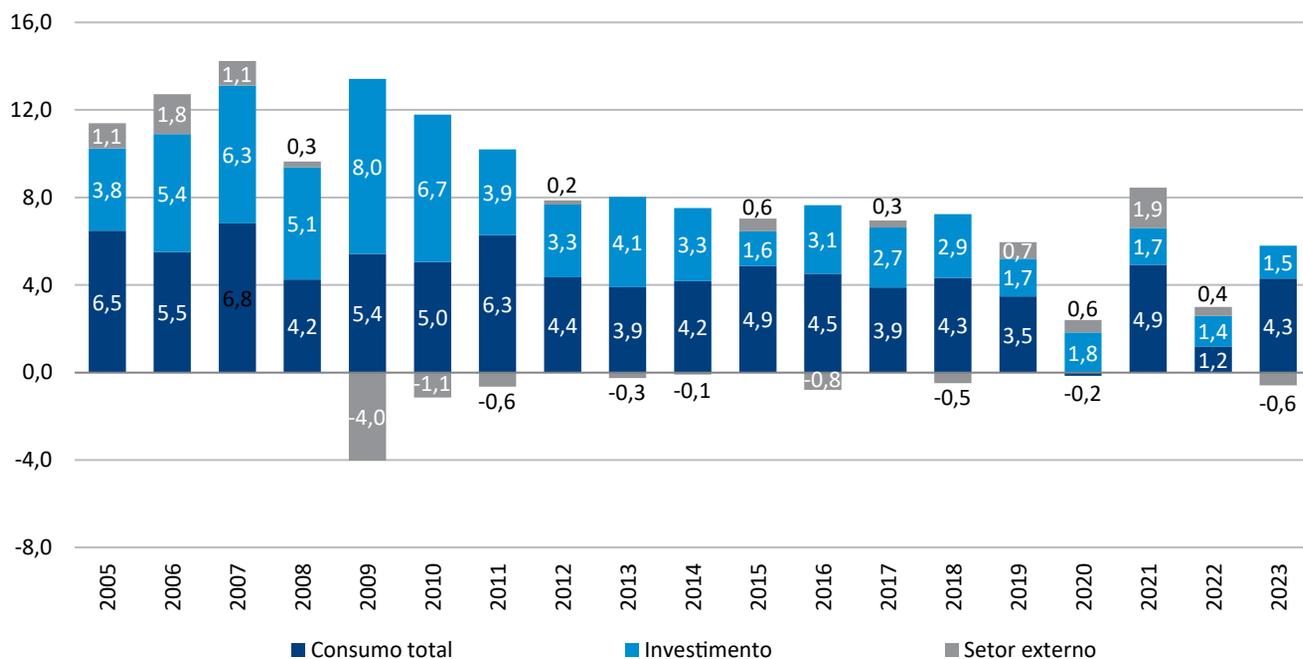
Fonte: NBS.

Como sempre, é interessante avaliarmos o desempenho do PIB pelas óticas da demanda e da oferta<sup>6</sup>. Note-se que mesmo o campo mais pessimista, que se mostrou correto, indicava que a contribuição do consumo (pela demanda) e dos serviços (pela oferta) seria preponderante; o debate estava na magnitude dessa contribuição, com efeitos diretos sobre a taxa agregada de expansão da economia.

Começando a análise pela ótica da demanda, fica claro que o consumo foi o principal vetor de expansão do PIB de 2023 (gráfico 15). As contribuições de investimentos e setor externo foram particularmente pequenas para padrões históricos, em perfeita conexão com os desafios observados dentro da China (a crise imobiliária, que afeta investimentos no curto prazo, e a transição do modelo econômico na direção do consumo, que deprime investimentos a médio prazo) e fora da China (a menor demanda por produtos chineses, em um mundo com preferência pelo consumo de serviços e que vê a China, cada vez mais, como uma ameaça).

<sup>6</sup>Mais detalhes acerca da nossa visão para o desempenho da economia no ano passado podem ser vistos em Destaque BRG | China: Quando a realidade se impõe. Disponível em <https://brg.com.br/destaque-brg/>

**Gráfico 15: Crescimento do PIB (% anual) – ótica da demanda**



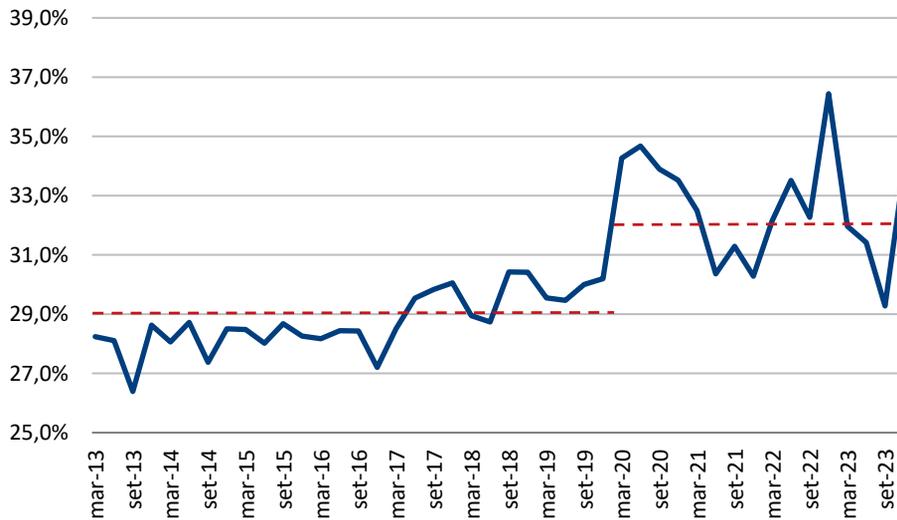
Fonte: NBS.

São necessários comentários adicionais a respeito da contribuição do consumo. Como divulgado, o resultado mistura as absorções privada (famílias) e pública (governo). A questão mais importante é entender o quanto de consumo veio das famílias, que seriam as maiores beneficiadas pela abertura sanitária e que devem ser o principal motor do crescimento em uma economia que deve transitar, cada vez mais, para a absorção interna. Dito de outra forma, se as famílias foram o principal vetor de consumo, então a sua taxa de poupança precisa ter se reduzido, de forma relevante, em 2023.

Essa estatística só é disponibilizada na China com enorme defasagem (os dados anuais mais recentes ainda são de 2021). É possível, no entanto, calcular a parcela não-consumida da renda disponível para cada trimestre, em função de informações presentes nas tabelas de recursos e usos (TRU) das contas nacionais chinesas. O comportamento desse indicador sugere que as famílias não reduziram a sua poupança, de forma relevante, durante o ano passado (gráfico 16) – os consumidores chineses parecem ter mudado o seu requisito de poupança marginal, sendo mais conservadores desde a eclosão da pandemia, e não há nenhum sinal de que esse comportamento vá mudar no curto prazo.

**Gráfico 16: Taxa de poupança implícita das famílias**

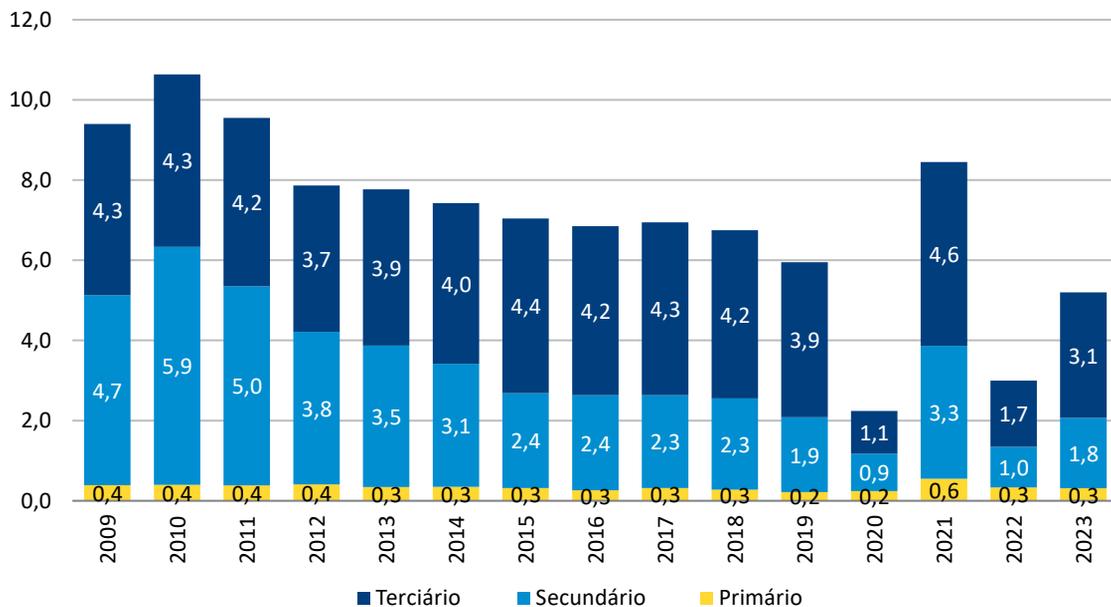
(% da renda disponível, com ajuste sazonal)



Fonte: BRCA, elaborado com dados da TRU trimestral (NBS).

Como espelho do debate pela ótica da demanda, os indicadores do PIB pelo lado da produção (oferta) indicam que a maior parte do valor adicionado veio do segmento de serviços (gráfico 17). Note-se que o setor secundário (extrativa, manufaturas, construção civil e serviços de utilidade pública) tem registrado um prolongado decaimento de sua contribuição ao longo dos anos, em linha com a progressiva transmutação da China em uma economia de serviços – em 2023, os serviços responderam por 54,6% do PIB, novo máximo histórico.

**Gráfico 17: Crescimento do PIB (% anual) – ótica da oferta**



Fonte: NBS.

A avaliação dos resultados anuais esconde uma dinâmica trimestral rica, e que traz algumas informações importantes. Em primeiro lugar, é possível argumentar que o desempenho da economia no último trimestre do ano foi relativamente sólido –expansão de +0,9% na margem, sobre um crescimento de +1,5% no trimestre anterior. Isso fica particularmente claro se observarmos o comportamento marginal das aberturas do PIB (pela ótica da oferta), em estimativa própria – o governo chinês só divulga o resultado marginal do PIB agregado (tabela 4). Com exceção de “atividades imobiliárias” e “transporte e armazenagem”, todas as rubricas do PIB registraram expansão marginal ao final do ano passado.

**Tabela 4: Crescimento do PIB**

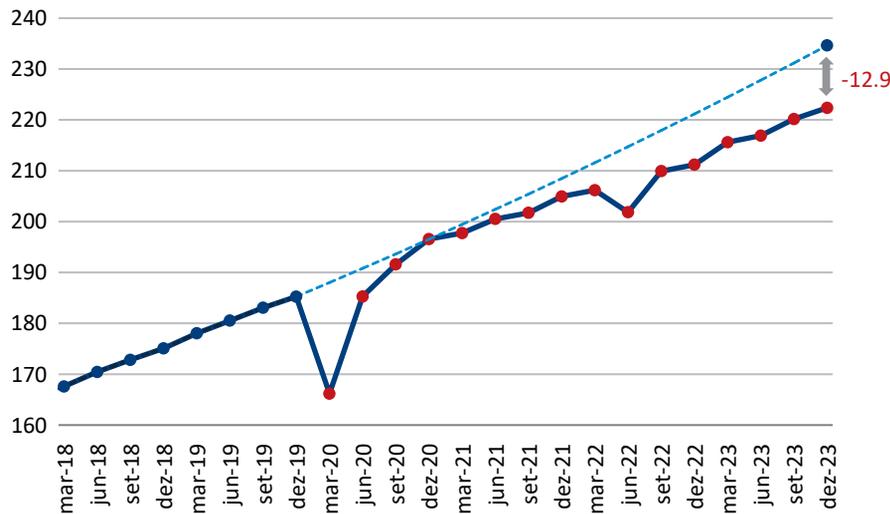
(ótica da oferta, ajustado sazonalmente, % na margem)

	2021 T4	2022 T1	2022 T2	2022 T3	2022 T4	2023 T1	2023 T2	2023 T3	2023 T4
<b>Primário</b>	0,8	0,9	1,1	0,7	1,2	0,9	0,8	1,2	1,2
<b>Secundário</b>	2,3	3,1	-2,1	1,9	0,4	1,7	0,0	1,5	1,2
Indústria manufatureira	2,3	2,8	-2,7	1,8	0,5	1,8	-0,4	1,6	1,1
Construção civil	1,2	3,1	1,4	1,9	0,5	0,4	2,5	0,7	0,6
<b>Terciário</b>	1,7	-0,3	-1,2	2,9	0,9	3,2	1,2	0,4	1,2
Transporte e armazenagem	4,4	-2	-2,3	2,7	-1,9	7,9	1,6	2,4	-1,1
Comércio	1,8	-1,3	-1,4	2,5	0,6	5,2	1	-0,1	2,1
Acomodação e alimentação	5,3	-5,9	-1,5	4,6	-2,2	11,8	2,7	-0,5	0,4
Intermediação financeira	1,6	1,2	1,4	1,3	1,8	-0,2	2,2	0,1	1,2
Atividades imobiliárias	0,2	0,8	-4,3	-0,5	-3,1	10,6	-6	-2	-3
Tecnologia da informação	1,1	1,8	1,4	3,2	3,4	5,5	4,5	-0,4	4,2
Serviços comerciais	2,2	-0,8	-5,3	9,6	1,8	1,2	2,8	3,1	1,9
Outros serviços prestados	1	0,8	-2,4	5	2	0,3	0	2,2	0,8
<b>PIB</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>

Fonte: NBS (PIB agregado) e BRCCG (aberturas).

Em segundo lugar, e talvez mais relevante, fica cada vez mais claro que algo se perdeu na capacidade de crescimento da economia chinesa no pós-pandemia – desde 2021, há notória dificuldade de se atingir a extra-polação da tendência prévia ao choque sanitário (gráfico 18). Sabemos que há questões pontuais em operação, mas nos preocupa a crescente percepção de persistência do choque negativo – seja porque os ajustes levam mais tempo do que o esperado pelo mercado (por exemplo, na normalização do consumo privado, no ajuste imobiliário e na persistente sinofobia), seja porque há questões estruturais que ficam cada vez mais complicadas (por exemplo, a demografia negativa e o baixo retorno dos investimentos).

**Gráfico 18: PIB em nível, dessazonalizado (dez/2010=100)**



Fonte: NBS.

Chega-se, assim, às questões centrais:

- (i) Quanto a economia chinesa será capaz de crescer em 2024?
- (ii) Qual será a trajetória, aceitável, para uma redução da taxa de crescimento a médio prazo?
- (iii) Quanto estímulo será necessário para atingir esses objetivos?

No caso do primeiro questionamento, teremos uma definição da meta de crescimento nacional em breve – potencialmente até meados de março, quando da provável realização da 3ª Plenária do Congresso do Partido Comunista Chinês. Diversas municipalidades já definiram as suas metas para 2024, e, em sua imensa maioria, os objetivos são iguais ou menores do que aqueles do ano passado (tabela 5). Se acompanhar esse padrão médio, a meta de crescimento de 2024 será “ao redor de 5,0%” ou, como já ocorreu no passado, estará em uma faixa, tal como “entre 4,5% e 5,0%”.

**Tabela 5: Crescimento subnacional**

(%, meta 2023, efetivo e meta 2024)

	Meta 2023 (%)	Resultado 2023 (%)	Meta 2024 (%)
Anhui	c. 6.5	5,8	c. 6.0
Beijing	>4.5	5,3	c. 5.0
Chongqing	> 6.0	6,1	c. 6.0
Fujian	c. 6.0	4,5	c. 5.5
Guangdong	> 5.0	4,8	5
Jiangsu	c. 5.0	5,8	>5.0
Henan	6,0	4,1	?
Hubei	c. 6.5	?	?
Liaoning	> 5.0	5,2	c. 5.5

	Meta 2023 (%)	Resultado 2023 (%)	Meta 2024 (%)
Shandong	> 5.0	6,1	> 5.0
Shanghai	> 5.5	5,0	c. 5.0
Sichuan	c. 6.0	6,0	c. 6.0
Tianjin	c. 4.0	4,2	c. 4.5
Yunnan	c. 6.0	4,3	c. 5.0
Zhejiang	> 5.0	6,1	c. 5.5

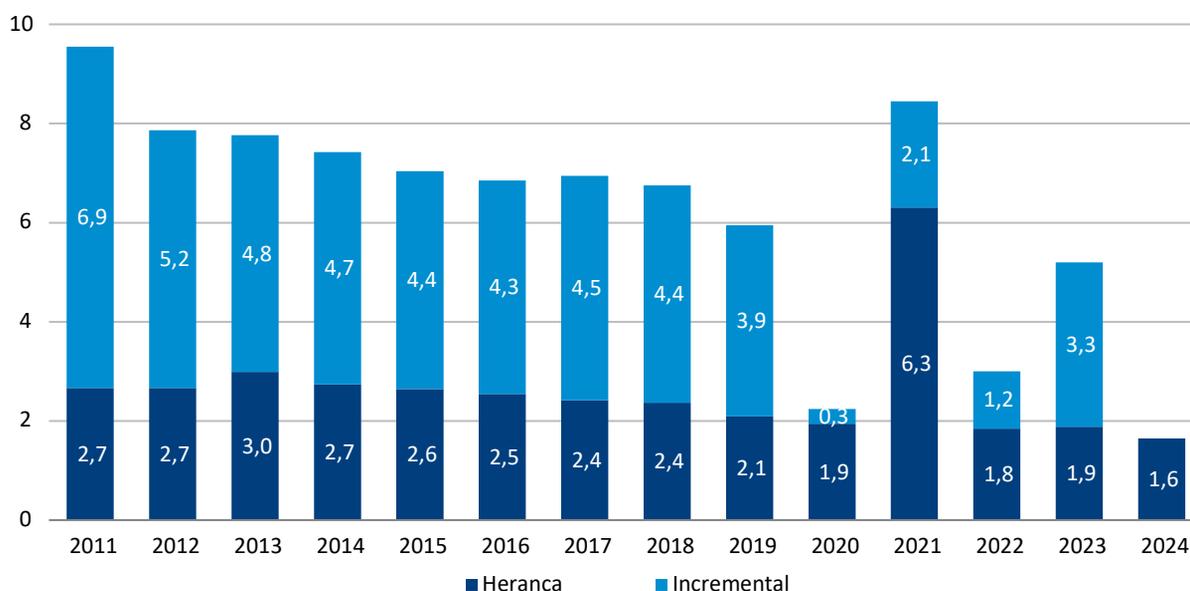
Fonte: Reuters.<sup>7</sup>

Para além da meta oficial, é necessário discutir qual será a capacidade de crescimento deste ano – e, aí, a situação começa a ficar mais complicada. Sabemos que o ajuste do setor imobiliário não dá quaisquer sinais de conclusão, que a demanda externa por produtos chineses se encontra combatida e que os consumidores chineses estão retraídos, em meio a enormes incertezas quanto à renda presente (salários), renda futura (elevado desemprego juvenil, em ambiente sem seguridade social ampla) e riqueza (queda contínua dos preços imobiliários). Nada disso dá sinais de melhora no curto prazo; muito pelo contrário.

Para além dessa narrativa, os números também não ajudam. Pode-se observar que a herança estatística de 2023 para 2024 será a menor da série histórica (aproximadamente 0,3p.p. inferior à herança recebida no ano passado), em cenário de progressivo decaimento da capacidade de expansão incremental da economia (ou seja, do crescimento anual para além da herança estatística). Crescer ao redor de 5,0% será muito mais difícil, este ano, do que foi no ano passado (gráfico 19).

### Gráfico 19: Taxa de crescimento anual

(%, herança estatística e expansão incremental)



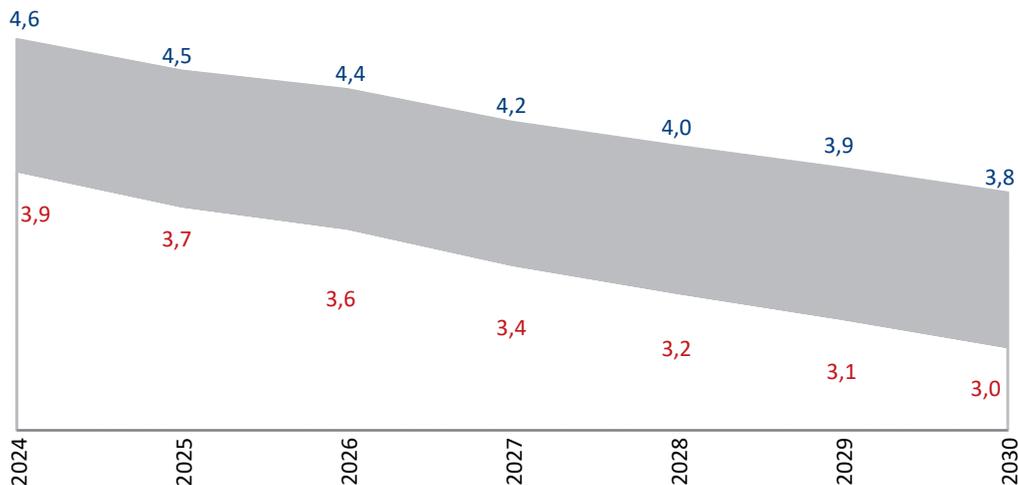
Fonte: NBS e BRCCG.

<sup>7</sup>Data de corte em 09/02/2024.

Se alongarmos o horizonte, partindo ao segundo questionamento, a situação tampouco melhora. Muitos dos choques negativos que temos observado são, por definição, não-estruturais – afinal, é improvável que a atividade de construção imobiliária deixe de existir na China, que as famílias permaneçam para sempre receosas e que o mundo deixe de demandar os produtos produzidos no gigante asiático. No entanto, são suficientemente persistentes para que afetem a capacidade de crescimento da economia em horizontes mais longos do que 2024: pelo menos para o futuro próximo, várias dessas questões “vieram para ficar”.

Se somarmos a isso as questões verdadeiramente estruturais (demografia, retornos marginais decrescentes e as naturais agruras do progresso tecnológico), o que resta é uma economia que experimentará importante redução da sua capacidade potencial de crescimento (gráfico 20). As estimativas são, evidentemente, sujeitas a enorme incerteza, mas ver o crescimento chinês abaixo de 4,0% a.a. até o fim desta década está longe de ser uma aberração. Nesse aspecto, todos os olhos se voltam para o novo Plano Quinquenal, que deve realçar “qualidade sobre quantidade” e lançar as bases para um pouso, talvez não tão suave, do crescimento de médio prazo.

**Gráfico 20: Taxa de crescimento potencial (% , 2024-2030)**



Fonte: BRCCG.

Por fim, resta responder quanto estímulo será necessário para atingir os objetivos de crescimento, especialmente no curto prazo. Algumas “dicas” já foram dadas durante o ano passado, com inúmeras iniciativas tanto na seara monetária (cortes dos juros referenciais e dos depósitos compulsórios) como na seara fiscal (destacando o aumento das cotas de acesso a títulos especiais, do Tesouro e de propósito especial,<sup>8</sup> por parte dos governos subnacionais). Sem as metas oficiais, é difícil precisar quanto o governo central estará disposto a fazer. Mas é relativamente claro que teremos mais impulsos em 2024, especialmente os de natureza fiscal.

O que nos preocupa, de fato, é a focalização dos estímulos. Para um problema que é, eminentemente, de demanda (insegurança quanto à renda presente e futuro, associado a um efeito-riqueza negativo, especialmen-

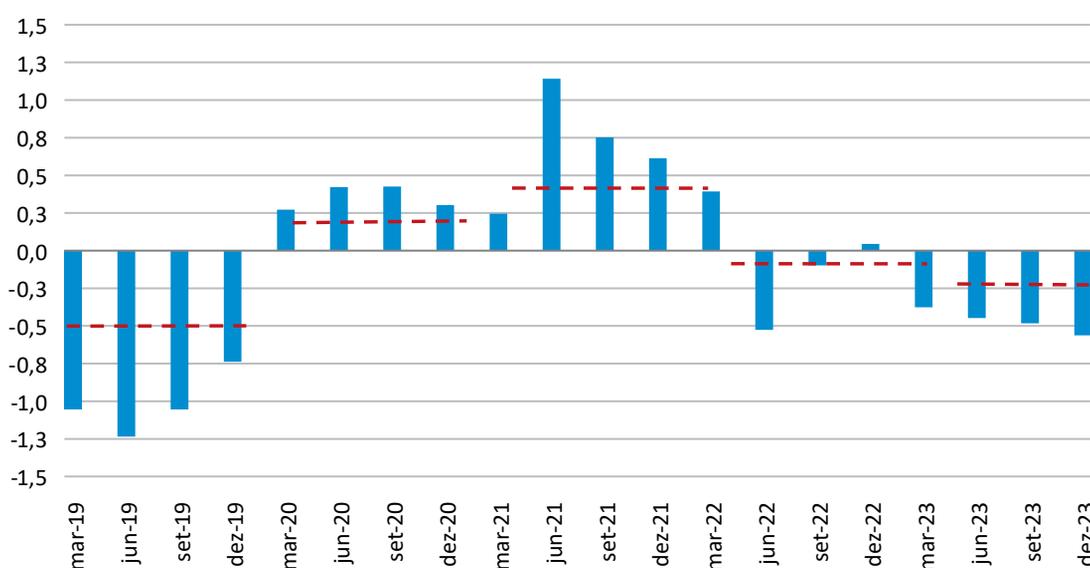
<sup>8</sup>Os títulos especiais do Tesouro (*Special Treasury Bonds*, ou STB) são emitidos pelo governo central por motivos estratégicos, sendo tipicamente associados a alguma emergência ou catástrofe natural. Já os títulos de propósito especial (*Special Purpose Bonds*, ou SPB) estão tipicamente associados às obras de infraestrutura, capitaneadas pelos governos subnacionais. A cota anual de SPB’s foi de RMB 3,8tri (US\$ 550bi) em 2023, sendo complementada, em outubro de 2023, por uma emissão de STB’s de RMB 1,0tri (US\$ 139bi).

te nas famílias), o governo segue utilizando um receituário de oferta (ampliando o crédito, cortando o custo do capital, intervindo no mercado acionário e elegendo “setores vencedores”).

A efetividade dos estímulos, especialmente os monetários, tem sido cada vez menor (gráfico 21). Ou o governo fará mais do que deveria, para atingir um determinado ritmo de crescimento, ou a economia terá um desempenho sub-ótimo. A aparente priorização das iniciativas fiscais é bem-vinda, ainda que não nos pareça adequadamente calibrada: faltam medidas que aumentem a segurança das famílias (renda e riqueza), e sobram medidas de apoio a empresas e governos subnacionais. O debate sobre eficiência e adequação das políticas públicas chinesas deve voltar, com força, no decorrer de 2024.

**Gráfico 21: Eficiência do crédito amplo**

(retorno sobre o PIB, média móvel 12 meses<sup>9</sup>)



Fonte: BRCCG.

Em conclusão, entendemos que os fatores limitadores do crescimento em 2023 continuarão presentes em 2024<sup>10</sup>. As dificuldades em dinamizar a economia combinam questões estruturais, uma conjuntura particularmente negativa (sinofobia e redução global da demanda por bens, especialmente aqueles produzidos na China), problemas patrimoniais nas famílias e nas empresas, e, acima de tudo, uma carência consistente de demanda, tanto externa como interna.

Há uma crise de confiança, que não é adequadamente tratada pelas políticas públicas. O ajuste imobiliário ainda parece longe do fim, a demanda deprimida manterá os preços em constante flerte com a deflação – especialmente nos preços ao produtor e no mercado imobiliário, mas também, em menor medida, nos preços ao consumidor – e uma saída pelas obras de infraestrutura (o que chamamos de “Velha China”) irá esbarrar nas combatidas finanças subnacionais.

<sup>9</sup>Sempre que em terreno positivo, o indicador sugere um retorno de crescimento do PIB maior do que a expansão implementada no crédito.

<sup>10</sup>Uma visão geral do nosso cenário para 2024 pode ser vista em Destaque BRCCG | Cenário 2024 | Passado e futuro: Temperatura em elevação. Disponível em <https://brccg.com.br/destaque-brccg/>

Será um ano difícil. Esperamos crescimento do PIB de +4,4% em 2024, com inúmeras iniciativas governamentais, em geral mal focalizadas, para dar sustentação à economia no curto prazo. Esperamos que a meta de crescimento anual, a ser conhecida em março, seja menor do que a do ano passado – o patamar aquedado seria, em nossa visão, “ao redor de 4,5%”, mas o conjunto das metas subnacionais sugere que uma meta “entre 4,5% e 5,0%” é, agora, a mais provável. Não se pode descartar que a meta seja igual a de 2023, e, se isso ocorrer, ficaremos mais preocupados, sendo essa uma sinalização clara de que o governo priorizou o curto prazo, em detrimento de ajustes mais profundos, e necessários, na economia chinesa.



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, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

### **Conselho Diretor**

**Presidente:** Carlos Ivan Simonsen Leal

**Vice-presidentes:** Clovis José Daudt Darrigue de Faro, 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 Gouveia Vieira, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado de Minas Gerais, Estado do Rio de Janeiro, 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, Luiz Roberto do Nascimento e Silva, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maria Tereza Leme Fleury, Miguel Pachá, Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Ricardo Oberlander, Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Resseguros e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo (Ronaldo Mendonça Vilela)

**Suplentes:** Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, General Joaquim Maia Brandão Júnior, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Monteiro Aranha Participações S.A., Nilson Teixeira, Raphael José de Oliveira Barreto, Ricardo Gattass, Tenente Brigadeiro-do-Ar Jeferson Domingues de Freitas

### **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



## **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.

Ana Victoria Pelliccione

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Caio Dianin

Daniel Duque

José Júlio Senna

Lia Baker Valls Pereira

Livio Ribeiro

Manoel Pires

Rodolpho Tobler

Samuel Pessôa

Viviane Seda

### **Advertência**

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio 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 19 de fevereiro de 2024. 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.

# Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

<https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>