

Boletim MACRO

Março 2024 • Nº 153

Surpresas positivas na atividade no curto prazo, mas ruídos se intensificam

Os indicadores econômicos divulgados nas últimas semanas seguem dando sustentação ao cenário de “pouso suave”, tanto no Brasil como nas principais economias, mas sugerem que haverá mais turbulência nesse “pouso” do que os mercados chegaram a precificar na virada do ano



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

Surpresas positivas na atividade no curto prazo, mas ruídos se intensificam

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Os indicadores econômicos divulgados nas últimas semanas seguem dando sustentação ao cenário de “pouso suave”, tanto no Brasil como nas principais economias, mas sugerem que haverá mais turbulência nesse “pouso” do que os mercados chegaram a precificar na virada do ano. Em especial, a atividade econômica segue se mostrando mais resiliente do que se esperava, com mercados de trabalho apertados em quase toda parte, colocando em xeque a velocidade com que os bancos centrais poderão reduzir os juros sem comprometer seu objetivo maior de trazer a inflação para as metas.

No Brasil, os últimos dados divulgados referentes à atividade econômica vieram bem acima das nossas previsões e até as do mercado, na média mais otimistas. Mesmo exercendo alguma cautela com relação aos resultados esperados para os próximos meses, não há como negar que os serviços e o comércio varejista têm tido um desempenho muito acima do previsto. Os dados qualitativos das Sondagens setoriais do FGV IBRE também não apontavam recuperação desses setores. Concomitantemente, os dados confirmaram a expectativa de melhor desempenho da indústria de transformação e da construção civil, que devem ter resultado positivo no ano, revertendo o desempenho negativo de 2023.

De fato, os números do setor de serviços, somados aos dados de varejo, nos fizeram elevar nossa projeção de PIB do primeiro trimestre de 0,2% (TsT) para 0,5% (TsT), sendo que, para o consumo das famílias, nossa projeção subiu de 0,4% (TsT) para 0,8%. Para o ano fechado, foi de 1,5% para 2,0%.

A melhora na previsão para o ano reflete o bom resultado do primeiro trimestre e o carregamento estatístico mais alto que este acarreta. Nem tudo, porém, são flores, e seguimos com grande preocupação a respeito do desempenho da economia à frente. Diferentemente de 2023, quando, ao longo dos primeiros meses do ano, o governo conseguiu reverter um cenário muito negativo e colher os frutos dessa estratégia, este ano as coisas têm evoluído na direção contrária. As últimas semanas têm sido marcadas por um intenso ruído no mercado, decorrente de ações e de discursos do governo que elevam as incertezas sobre a economia, com o governo tentando implementar velhas políticas intervencionistas em diversas áreas. Mesmo que o ambiente atual seja mais imune a essas políticas, dadas as resistências do Congresso, o cenário fica mais nebuloso, afetando o ambiente de previsibilidade tão necessário ao investimento privado. Seguimos esperando uma retomada cíclica do investimento para este ano, mas que será insuficiente para elevar de forma significativa a nossa baixa taxa de investimento, que recuou no ano passado para 16,5% do PIB.

Essa fraca recuperação do investimento tende a resultar, dentre outros motivos, e como destacamos em edições anteriores do Boletim Macro, do risco inflacionário associado a uma atividade mais forte. Em especial, um mercado de trabalho mais resiliente, com significativo aumento real de salários, gerando reaceleração do consumo das famílias, traz embutido o risco de que o processo de desaceleração da inflação de serviços seja abortado. Esse processo é complicado ainda pelo forte aumento dos gastos públicos, com a despesa primária total do Governo Central (União, INSS e Banco Central) tendo crescido 12,5%, acima da inflação, no acumulado de 12 meses até janeiro. Esse quadro de aumento acelerado do consumo pode levar à interrupção do processo de queda de juros mais cedo do que o previsto, entre outros motivos, por elevar a taxa neutra de juros.

Por ora, há consenso em relação à política monetária, em especial que o Copom deve seguir em frente com sua estratégia de corte de juros. No entanto, as surpresas altistas na atividade econômica, a evolução do cenário internacional e da inflação doméstica, com destaque para as medidas de núcleo de inflação, bem como os riscos associados à política fiscal, devem limitar a queda de juros no Brasil.

De fato, no *front* internacional, os dados de atividade e inflação nos EUA vieram mais fortes que o esperado em janeiro e fevereiro e lançaram dúvidas sobre o processo de desinflação. Tanto as medidas de inflação ao consumidor como ao produtor surpreenderam para cima. O núcleo do deflator do índice de preços de gastos com consumo (PCE) de janeiro acelerou para 0,4% (de 0,1%) e o chamado “Supercore” (núcleo da inflação de Serviços que exclui habitação) para 0,6% (de 0,3%). O índice de preços ao consumidor (CPI) de fevereiro subiu 0,4% em fevereiro ante janeiro, mesma alta do núcleo no período. Já o índice de preços ao produtor (PPI) subiu 0,6% em fevereiro, após avançar 0,3% em janeiro de 2024 e cair 0,1% em dezembro de 2023. O núcleo do PPI – que exclui itens mais voláteis como alimentos e energia – aumentou 0,4% em fevereiro, ambos resultados acima das expectativas. Todos os resultados estão indicando inflação persistente e mais alta do que se vinha projetando. Além dos dados divulgados, o discurso predominante do Fed mudou na direção de um ciclo de cortes bem mais cauteloso. As previsões indicam início de cortes em junho, mas não esperamos um ciclo intenso de baixa de juros.¹

Porém, o principal tema doméstico continua sendo o das contas públicas. Mesmo a arrecadação melhorando no curto prazo, devido não apenas à atividade econômica, mas também aos efeitos não recorrentes sobre a arrecadação, o principal obstáculo a uma perspectiva mais construtiva sobre a redução do déficit primário é o comportamento das despesas. Os gastos obrigatórios estão crescendo fortemente e devem comprimir as demais despesas dentro do novo arcabouço fiscal, o que deverá aumentar a pressão por alteração da meta proposta de zerar o déficit este ano. Conforme destacado na seção sobre Política Fiscal, os gastos com previdência estão crescendo acima do que seria esperado, os benefícios emitidos de auxílio doença cresceram 26% em 2023 e os benefícios de prestação continuada aumentaram 11,3%. Também existe forte pressão para ampliação de subsídios tributários e creditícios, que atingiram quase 6% do PIB em 202.²

E, mesmo com superávit em janeiro, a dívida pública atingiu 75% do PIB, maior nível em um ano e meio, devendo fechar o ano em 77% do PIB. O objetivo de estabilização da dívida pública está ainda muito distante. O cenário fiscal não é sustentável. A dívida é quando essa constatação começará a fazer preço de forma mais clara.

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

- **Atividade econômica – página 7:** Diante das surpresas positivas nos indicadores da atividade, elevamos nossa projeção de crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2024 e, conseqüentemente, do ano fechado, que passou de 1,5% para 2,0%. As mudanças são motivadas por maior otimismo nas categorias cíclicas do PIB, em contraposição à expectativa de uma parte exógena mais fraca, decorrente, sobretudo, da piora nos dados da Indústria Extrativa e de uma Agropecuária enfraquecida por expectativas ruins para as safras de 2024. Porém, o otimismo da atividade cíclica – bastante creditado à continuidade do afrouxamento monetário e à resiliência do mercado de trabalho – merece cautela, tendo em vista a presença de incertezas relevantes para 2024.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os índices de confiança do FGV IBRE registraram queda em fevereiro, influenciada pela piora nas expectativas de curtíssimo prazo (três meses), mas

¹Ver seção sobre Política Monetária.

²Ver relatório divulgado em junho de 2023: Orçamento de Subsídios da União: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/avaliacao-de-politicas-publicas-1/arquivos/orcamento-de-subsidios-da-uniao/orcamento-de-subsidios-da-uniao-7a-edicao.pdf>.

uma prévia dos resultados de março sugere que essa tendência não prosseguiria este mês. O primeiro trimestre parece caminhar em tendência mais favorável para a confiança empresarial, que é também captada pelo Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br) do FGV-IBRE. Por outro lado, a piora das expectativas e a piora em indicadores sobre condições financeiras acendem um sinal de alerta em relação aos próximos meses.

- **Mercado de trabalho – página 11:** A edição de janeiro de 2024 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) revelou leve redução na taxa de desemprego para 7,6%, marcando o menor nível desde agosto de 2015 na série dessazonalizada. A previsão é de aumento para 8,0% em fevereiro. Paralelamente, houve pequena queda na taxa de participação no último trimestre móvel, o que interrompe a parcial recomposição desde o segundo trimestre de 2023. Já o Caged indicou saldo positivo de empregos formais em janeiro de 2024, superando as expectativas. O saldo sazonalmente ajustado ficou estável em relação ao mês anterior e há previsões otimistas para fevereiro.
- **Inflação – página 13:** O IPCA de fevereiro de 2024 superou levemente as expectativas, porém confirmou a tendência de desaceleração inflacionária, baseada em análises da inflação subjacente de serviços e índice de difusão. Impactos sazonais e preços de commodities agrícolas menores que o esperado, apesar do El Niño, indicam menor pressão inflacionária. Para março, espera-se inflação de 0,15%, apontando uma redução anual (em 12 meses) para 3,9%. A projeção para 2024 indica inflação anual entre 3,5% e 4%, com preços dos alimentos como fator crítico.
- **Política monetária – página 14:** Dois fatores têm contribuído para manter desancoradas as expectativas de inflação para 2025: as incertezas relacionadas com a troca de comando no BC na virada do ano e as dúvidas que ficam sobre o comportamento futuro das contas públicas. São fatores que escapam do controle do BC e exigem a manutenção da política de juros reais em terreno restritivo. Poucas vezes tem ficado tão clara a necessidade de o governo como um todo dar a sua efetiva contribuição para que a luta contra a inflação se mostre exitosa. Ações capazes de viabilizar a convergência das expectativas para a meta contribuiriam para a redução dos juros reais e ajudariam a levar a inflação para a meta mais rapidamente.
- **Política fiscal – página 15:** Esta seção versa sobre “Três pontos de atenção para a política fiscal”. O primeiro é sobre a política de dividendos da Petrobrás. Segundo o autor, o grande problema é que o governo não foi claro sobre o que pretende fazer com a Petrobras. Definir de forma clara e transparente uma política estruturada dos investimentos e de distribuição dos dividendos da companhia seria um bom começo. O segundo ponto está relacionado à gestão de gastos obrigatórios, destacando-se que o quadro fiscal deve apresentar melhora por conta das surpresas de arrecadação. Mas é importante atentar para o crescimento das despesas obrigatórias, que podem comprimir as demais despesas dentro do novo arcabouço fiscal e criar dificuldades para a sua gestão. E por fim, discute-se a PEC 65/2023 sobre autonomia financeira e orçamentária ao Banco Central.
- **Sector externo – página 18:** Pelo segundo mês consecutivo, o superávit da balança comercial foi recorde na série histórica mensal do mês de fevereiro, no valor de US\$ 5,4 bilhões, e na do primeiro bimestre do ano, US\$ 11,9 bilhões. O aumento das exportações foi liderado pela indústria extrativa, com alta de volume de 47,1% e aumento de preços de 6,7%, na comparação do primeiro bimestre do ano (2023/2024). O principal produto exportado foi o petróleo bruto, com participação de 14,9%, seguido do minério de ferro, com participação de 11,1% e a soja (8,7%).

- **Internacional – página 22:** Dentre os fatores que possivelmente serão considerados pelo Fed no tocante ao início do ciclo de baixa de juros, e à intensidade desse processo, cabe destacar os seguintes. Primeiro, as expectativas de inflação nos Estados Unidos cederam, mas ainda se encontram desancoradas. A meta de inflação é 2,0% enquanto as expectativas para um ano estão em 3,0%. Segundo, alguns subconjuntos dos índices de inflação revelam, na margem, crescimento de preços em ritmo superior a 6,0% ao ano. Terceiro, a atividade econômica cresce não abaixo do potencial (1,8%), como deseja o Fed, mas acima. Na verdade, substancialmente acima, ou seja, 3,0% a.a. no último ano e meio. Diante disso, convém não alimentarmos esperanças de que logo o Fed dará início a um ciclo intenso de baixa dos juros. Reduções modestas da fed funds, em reuniões intercaladas do Fomc, começando em junho ou no começo do segundo semestre, são um cenário que tem boa chance de se concretizar.
- **Em foco IBRE – página 23:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Daniel Duque, o tema é: “Transferências de Renda e Taxa de Participação – diferentes grupos”.

Atividade econômica

Surpresas positivas na atividade, mas com cautela

Silvia Matos, Ana Victoria Pelliccione e Caio Dianin

Os mais recentes indicadores de atividade surpreenderam positivamente, o que se refletiu, principalmente, nas Pesquisas Mensais de Serviços e Comércio, bem como numa melhora no dado da indústria de transformação na Pesquisa Industrial Mensal (PIM). Por outro lado, observamos desaceleração da indústria extrativa, revelando perda do protagonismo verificado no ano passado.

A melhora dos indicadores cíclicos deve ser analisada com ponderação, tendo em vista a incerteza em relação a serviços e também porque, no caso da indústria de transformação, parte da recuperação é explicada pela base de comparação favorável, devido à forte queda da produção de bens de capital no ano passado. De todo modo, os dados motivaram ajustes em nossa projeção do PIB do primeiro trimestre de 2024, de 0,2% TST (1,3% AsA)³, para 0,5% TsT (2,0% AsA), com consequente elevação da projeção do PIB de 2024, de 1,5% para 2,0%. Em síntese, as mudanças sugerem maior força dos componentes do PIB cíclico, em comparação ao exógeno.

Na PIM de janeiro, a indústria geral apresentou crescimento de 3,6% AsA, mas, apesar do bom resultado, o dado na margem indica queda de -1,6%. Já a indústria extrativa, que foi protagonista do bom resultado do PIB em 2023, apresentou crescimento de 6,5% AsA, com queda na margem de -6,3%. O bom desempenho do setor extrativo continua, mas com menos força do que no ano passado, não devendo repetir o protagonismo de 2023. Por outro lado, a base de comparação é favorável para abertura da indústria de transformação da PIM, que apresentou queda de 1% em 2023. A transformação cresceu 3,1% AsA em janeiro (-0,3% MsM), com bons resultados das categorias de bebidas (10,2% AsA), alimentos (3,8% AsA) e 'fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis' (9,1% AsA). Olhando pelas categorias de uso, há sinal de recuperação de 'bens de capital', com crescimento de 0,4% AsA (5,2% MsM): apesar de não compensar as recentes contrações, é um possível sinal positivo sobre a capacidade produtiva. É importante mencionar que, segundo dados da Anfavea, a produção de veículos pesados recuou 38% no ano passado, em função dos custos mais elevados das novas tecnologias de controle de emissões, principalmente para os caminhões, adotadas para atender a etapa P8 do Proconve, válida desde janeiro de 2023.

O varejo surpreendeu positivamente em janeiro. No conceito restrito, teve crescimento de 2,4% MsM (4,1% AsA), puxado essencialmente pelas categorias 'hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo' (6,4% AsA) e 'artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos' (7,1% AsA). Já no conceito ampliado, aumentou 2,5% MsM (6,8% AsA), puxado, sobretudo, pelas categorias 'veículos, motocicletas, partes e peças' (11,9% AsA) e 'atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo' (16,1% AsA).

O setor de serviços também surpreendeu favoravelmente em janeiro, crescendo 0,7% MsM (4,5% AsA). Os serviços prestados às famílias cederam em relação a dezembro, com queda de 2,7% na margem. Por outro lado, as categorias 'serviços de informação e comunicação', 'serviços profissionais, administrativos e complementares' e 'transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio' apresentaram crescimento de, respectivamente, 1,5% MsM (6,8% AsA), 1,1% MsM (5% AsA) e 0,7% MsM (3,1% AsA), acelerando em relação a dezembro. Resultados que impactaram positivamente a atividade de janeiro e levaram à revisão da nossa projeção do PIB do primeiro trimestre do ano.

³Essas projeções foram divulgadas no seminário de Conjuntura do dia 7/03/2024, antes da divulgação da PMC, da PMS e do IAE – FGV IBRE.

O indicador de atividade econômica do FGV IBRE (IAE-FGV) de janeiro revelou crescimento de 1,2% MsM (5,0% AsA). O IBC-Br referente a janeiro apresentou crescimento de 0,6% MsM (3,4% AsA). Por fim, o Monitor do PIB apresentou crescimento de 0,1% MsM em relação a dezembro (4,1% AsA). As contribuições dos componentes cíclicos e exógenos foram de, respectivamente, 3,36 p.p. (82%) e 0,76 p.p. (18%) para o resultado interanual; e, para o resultado na margem, as contribuições foram 0,2 p.p. e -0,1 p.p.

Diante das surpresas positivas de janeiro, atualizamos a projeção do PIB do primeiro trimestre de 2024 para 0,5% TsT (2,0% AsA), conseqüentemente elevando a projeção de 2024 de 1,5% para 2,0%. Esse aumento é composto, primeiro, pelo ajuste para baixo nos valores da indústria extrativa, de 9,9% para 5,0%, e, para cima, nos números da indústria de transformação, de 0,8% para 2,4%. No caso deste último dado, a recuperação é explicada em parte pela base de comparação favorável. Em segundo, o aumento da projeção do PIB do primeiro trimestre de 2004 incorpora o sinal positivo emitido pela pesquisa de serviços: ajustamos 'Informação e comunicação' de -0,5% para 3,5%, e 'intermediação financeira', de 2,9% para 5,1%. O ajuste no setor de serviços foi feito com cautela, ainda contando com a incerteza que ronda essa categoria.

Pelo lado da oferta, elevamos nossa projeção para a indústria, de 0,1% TsT (2,8% AsA) para 0,2% TsT (3,0% AsA). Agora, projetamos uma desaceleração da indústria extrativa no primeiro trimestre, registrando queda na margem de -1,0% (5,0% AsA), consequência da base de comparação pouco favorável gerada pelas boas taxas de crescimento em 2023. Logo, o protagonismo do setor extrativo chega ao fim e começamos a ver uma recuperação da transformação, que passou de 0,2% TsT (0,8% AsA) para 1,2% TsT (2,4% AsA) na nossa projeção para o primeiro trimestre. Mudança de composição importante que aponta para um crescimento mais sustentável do PIB.

Em relação ao setor de serviços, aumentamos a projeção de -0,2% TsT para 0,4% (2,0% AsA para 2,8% AsA), com elevações no comércio, 'informação e comunicação' e intermediação financeira. Após desempenho excelente da agropecuária em 2023, com safra recorde e crescimento de 15,1%, o cenário do setor é desfavorável em 2024. Com expectativas de quebras de safras à frente e os resultados do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola continuamente revisando a projeção de safra para baixo, esperamos recuo interanual de 7,2% no primeiro trimestre de 2024. Mas, mesmo assim, deve contribuir positivamente para o PIB na margem, pois esperamos crescimento de 8,0% TsT no período – resultado, porém, bem mais baixo que o crescimento de 20,9% (TsT) registrado no primeiro trimestre de 2023.

Pela ótica da demanda, projetamos crescimento de 0,8 % TsT (2,6 % AsA) para o consumo das famílias no primeiro trimestre do ano. Nossa projeção para o crescimento do investimento se tornou mais otimista, mudando de 3,8% TsT (2,3% AsA) para 4,7%TsT (3,7% AsA), alinhado ao que observamos na Pesquisa Mensal da Indústria, na categoria de bens de capital. Assim, o investimento começa 2024 com resultados melhores. Sem surpresa em relação ao consumo do governo, mantivemos nossas projeções: queda de -0,6% na margem, começando o ano com 1,7% AsA. Por fim, o setor externo para o segundo trimestre de 2024 continua igual: exportações em -3,7%TsT (-0,7%AsA) e importações em -3,2%TsT (5,7% AsA).

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2024.I (TsT)	2024.I (AsA)	2024
Consumo das Famílias	0.8%	2.6%	2.0%
Consumo do Governo	-0.6%	1.7%	1.5%
Investimento	4.7%	3.7%	4.3%
Exportação	-3.7%	-0.7%	2.0%
Importação	3.2%	5.7%	1.2%
PIB	0.5%	2.0%	2.0%
Agropecuária	8.0%	-7.2%	-3.4
Indústria	0.2%	3.0%	2.6%
Extrativa	-1.0%	5.0%	3.8%
Transformação	1.2%	2.4%	2.3%
Eletricidade e Outros	-2.1%	3.7%	2.4%
Construção Civil	-1.1%	1.3%	2.6%
Serviços	0.4%	2.8%	2.1%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

Expectativas de empresários e consumidores

Confiança oscila puxada pelas expectativas

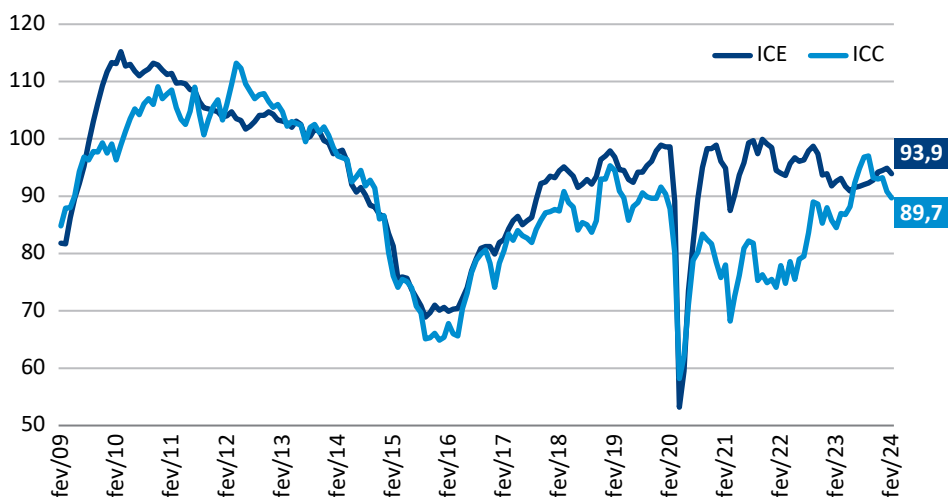
Aloisio Campelo, Anna Carolina Gouveia e Rodolpho Tobler

Os principais índices de confiança do FGV IBRE recuaram em fevereiro. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) caiu 0,7 ponto e o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), 1,1 ponto. Nos dois casos, a queda foi determinada pela piora do componente de expectativas, já que indicadores de percepção sobre o momento presente evoluíram favoravelmente.

Uma prévia realizada com dados até o dia 14 deste mês sugere resultados positivos em março. O ICE subiria 0,3 ponto e o ICC, 0,7 ponto. Casos confirmados, esses números afastariam o temor de continuidade da tendência de queda da confiança do consumidor, assim como do início de uma tendência similar para a confiança empresarial.

Gráfico 1: Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores

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



Fonte: FGV IBRE.

Apesar da queda em fevereiro da confiança empresarial, os indicadores que medem a percepção dos empresários sobre o momento presente avançaram, indicando continuidade, no mês, da tendência de aceleração dos segmentos cíclicos da economia iniciada no último trimestre do ano passado. A melhora foi disseminada entre os setores pesquisados, com exceção de Serviços, em que houve estabilidade. O destaque empresarial dos últimos meses continua sendo o setor industrial, que vem registrando contínuas melhoras nas avaliações sobre o ambiente de negócios após a normalização dos estoques e dos problemas de escassez ou demora no recebimento de insumos e matérias-primas.

A aceleração cíclica recente, no entanto, pode arrefecer nos próximos meses a julgar pela revisão para baixo das expectativas empresariais para a evolução da demanda nos próximos três meses nos setores do Comércio e de Serviços (as expectativas permaneceram estáveis na Indústria e melhoraram na Construção). A boa

notícia é que essa revisão de expectativas não afetou expressivamente as previsões empresariais no horizonte mais longo, de seis meses, tampouco o ímpeto de contratações pelo setor produtivo

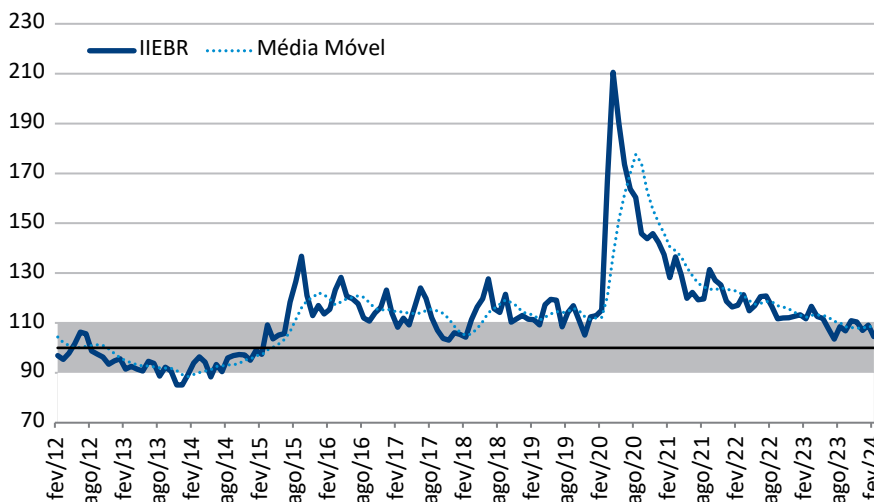
Tabela 1: Indicadores de Futuro do agregado empresarial (em pontos)

	Demanda Prevista	Tendência dos Negócios	Emprego Previsto
Nov/23	92,1	95,4	96,2
Dez/23	91,5	94,9	97,9
Jan/24	93,8	95,0	96,7
Fev/24	90,3	94,1	97,9

Fonte: FGV IBRE.

Parte desses resultados relativamente positivos no âmbito empresarial pode estar associada à manutenção da incerteza em patamar favorável. Desde o final do ano passado, o Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br) do FGV IBRE tem se mantido abaixo dos 110 pontos, algo que não se via desde 2018, quando o indicador girou entre 103-107 pontos durante seis meses. Em fevereiro, houve queda de 4,6 pontos no indicador, que fechou o mês em 104,5 pontos. O IIE-Br é sensível a ruídos como os choques de incerteza política e a incerteza externa, entre outros, e o nível consistentemente mais baixo do indicador nos últimos nove meses sugere um quadro de menor incerteza econômica de forma geral no país.

Gráfico 2: Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br) (em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

Pelo lado dos consumidores, a confiança tem apresentado trajetória menos virtuosa nos últimos meses. A queda recente afetou principalmente a confiança das faixas de renda mais baixas, que haviam puxado a alta expressiva entre fevereiro e setembro do ano passado, um movimento possivelmente influenciado pela alta recente dos preços de alimentos. A despeito da boa situação do mercado de trabalho, o peso do endividamento ainda parece limitar a capacidade de consumo das famílias, especialmente em compras de alto valor.

Corroborando essa percepção, em fevereiro houve aumento da parcela de consumidores afirmando usar recursos de poupança para quitar despesas correntes.

Em resumo, os indicadores de confiança do FGV IBRE vêm oscilando nos últimos meses, com viés mais positivo no lado empresarial e negativo pela ótica dos consumidores. A piora das expectativas em ambas as pesquisas em fevereiro traz sinais de alertas que precisam ser observados nos próximos meses. Para a confiança voltar a apresentar resultados positivos mais expressivos, é fundamental a continuidade da melhoria macroeconômica e das condições financeiras das famílias.

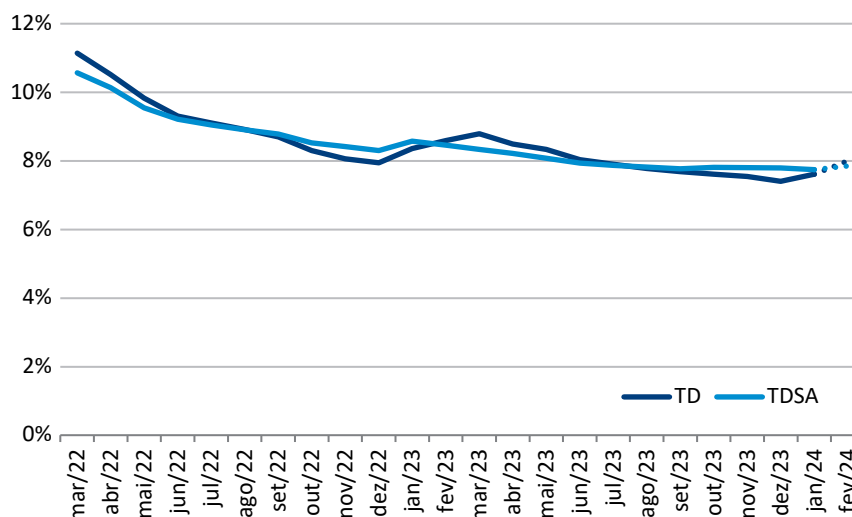
Mercado de trabalho

Taxa de desemprego no Brasil cai para seu nível mais baixo desde agosto de 2015, com expectativa de leve aumento. Geração de empregos formais excede as projeções, mantendo-se forte com saldos positivos consideráveis e projeção de continuidade desse crescimento

Daniel Duque

A edição de janeiro de 2024 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), mostrou que o trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 7,6%, pouco abaixo do nível projetado pelo FGV IBRE. Em termos dessazonalizados, o percentual caiu em baixo ritmo, de 7,8% para 7,7% - ainda assim, o menor nível desde agosto de 2015. Para fevereiro, projeta-se um aumento para 8,0%, o que seria equivalente a um aumento para 7,9% na série dessazonalizada.

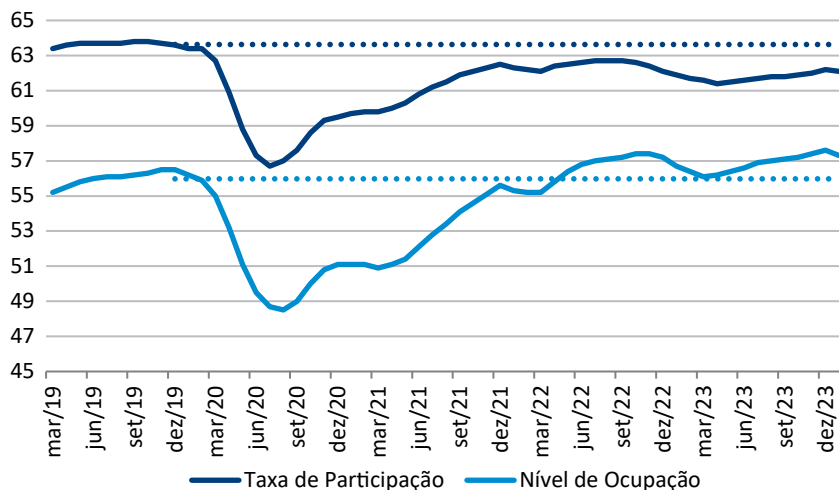
Gráfico 3: Taxa de Desemprego 2022-23 (em %)



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

Como se vê no gráfico abaixo, apesar da parcial recomposição da taxa de participação a partir do segundo trimestre de 2023, houve ligeira queda no último trimestre móvel, terminado em janeiro de 2024. O mesmo comportamento é observado no nível de ocupação, que mostra a relação entre ocupados em e a população em idade para trabalhar.

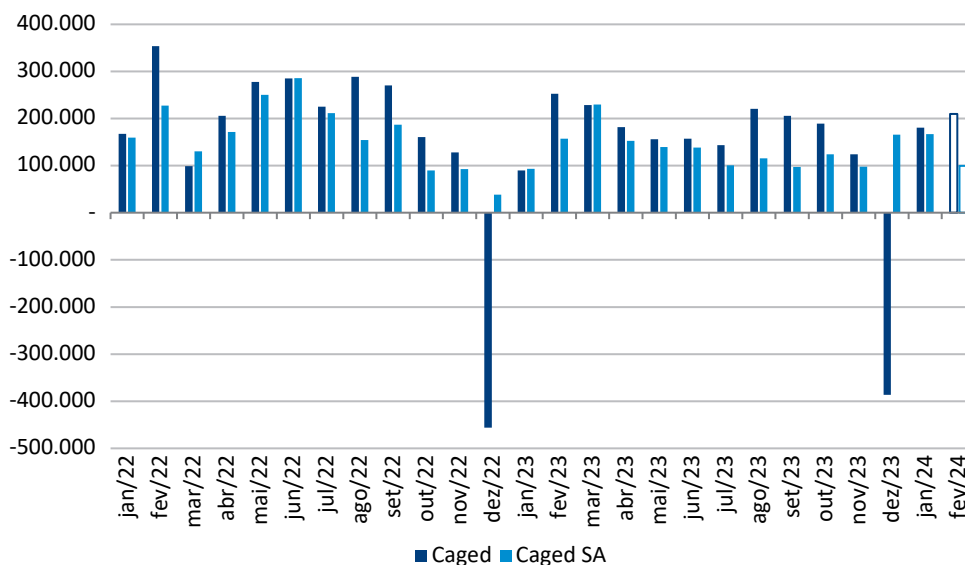
Gráfico 4: Taxa de Participação e Nível de Ocupação



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

O Caged, por fim, mostrou em janeiro de 2024 um saldo de 180,4 mil vagas, consideravelmente acima do projetado pelo FGV IBRE, de 72,7 mil. Com ajuste sazonal, o saldo manteve o nível do mês anterior, em torno de 165 mil. Para fevereiro, projeta-se um saldo de 210,0 mil postos de trabalho, o que corresponde a um crescimento para 99,5 mil quando aplicado ajuste sazonal.

Gráfico 5: Saldo de Vagas do Caged em 2022-23



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

Inflação

Descompressão Inflacionária: Perspectivas e Dinâmicas do IPCA em 2024

André Braz

A divulgação do IPCA de fevereiro de 2024 apresentou um índice marginalmente superior às projeções de mercado. Contudo, o cenário revelou-se benéfico, corroborando a perspectiva de que há uma tendência de desaceleração inflacionária em curso. Tal análise é fundamentada em uma avaliação rigorosa da inflação subjacente, da dinâmica do setor de serviços e do índice de difusão, os quais coletivamente apontam atenuação do ritmo de crescimento dos preços. Esse contexto sugere uma possível moderação na pressão inflacionária, o que é crucial para o direcionamento da política monetária.

Os impactos sazonais, elementos já antecipados por observadores atentos ao comportamento da inflação, emergiram como pontos cruciais no desempenho do IPCA de fevereiro. Notavelmente, 0,3 ponto percentual da variação do índice pode ser atribuída à contribuição dos preços de alimentos in natura e ao ajuste nos custos de cursos regulares. Quanto aos alimentos in natura, sua influência sobre o índice permanece envolta em incerteza, tendo em vista a tendência desses produtos de experimentarem redução nos preços durante períodos de clima mais ameno, um fator que, se concretizado, contribuirá significativamente para a contenção da trajetória inflacionária. Por outro lado, o impacto dos cursos regulares sobre o índice revela-se mais estável e previsível, uma vez que o valor desses serviços, regidos por contratos anuais, não deverá enfrentar alterações relevantes ao longo de 2024, conferindo uma natureza permanente a essa componente da inflação.

O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), reconhecido por sua capacidade de antecipar ajustes futuros no setor varejista, atualmente não mostra elevações significativas nos preços das principais commodities agrícolas, contrariando as expectativas iniciais associadas ao fenômeno climático El Niño. Notavelmente, os valores de grãos fundamentais como soja, milho e trigo estão em declínio. Apesar de antecipar-se uma diminuição na produção agrícola brasileira devido a adversidades climáticas, observa-se incremento na disponibilidade desses grãos no mercado internacional, o que efetivamente neutraliza os impactos da redução da oferta doméstica. Adicionalmente, no segmento de bens duráveis, registra-se tendência ao abrandamento dos preços, refletindo dinâmica similar de arrefecimento inflacionário.

Para março, projeta-se significativa atenuação do IPCA. Os mesmos vetores que impulsionaram o incremento de preços em fevereiro devem atuar como catalisadores para a diminuição da inflação deste mês, com destaque para os alimentos in natura, os combustíveis e as mensalidades escolares. A concretização dessa expectativa poderia resultar em inflação aproximada de 0,15% para março, marcando notável declínio na taxa inflacionária anual, que se espera recuar para 3,9%. Tal projeção decorre do contraste com março de 2023 (quando o índice registrou elevação de 0,71%), evidenciando desaceleração expressiva no acumulado de 12 meses.

Em abril de 2024, espera-se que a taxa de inflação interanual recue ainda mais, alcançando cerca de 3,7%. Essa previsão se alinha à dinâmica observada de descompressão inflacionária. Se essa tendência se mantiver ao longo do ano, estima-se que a inflação anual de 2024 se situará dentro de um intervalo entre 3,5% e 4%, com a evolução dos preços dos alimentos representando variável determinante nesse contexto. A oscilação nos custos dos alimentos pode, portanto, influenciar significativamente a concretização dessa faixa projetada, destacando a importância de monitorar esses preços como fatores críticos na direção geral da inflação.

Política monetária

Sobre a ajuda de que o BC precisa para ter êxito no combate à inflação

José Júlio Senna

Na edição de fevereiro deste Boletim Macro, nesta mesma seção, chamamos a atenção para o fato de que, de acordo com o cenário de referência, a projeção oficial de inflação encontra-se em patamar inferior ao das expectativas de inflação, para o mesmo período. Na ocasião, argumentamos que, ao contrário do que muitos imaginam, convergência da projeção (e da própria inflação) para a meta não é um movimento que exija a convergência prévia das expectativas de inflação para a meta.

A título de ilustração, ressaltamos que a projeção oficial estava em 3,2% para 2025, enquanto as expectativas estavam muito próximas de 3,5%, mais precisamente, 3,51%. De fevereiro para março, tais números não se modificaram. Mais adiante, é perfeitamente possível que a projeção chegue a 3,0%, sem que as expectativas se alterem significativamente.

Como as expectativas de inflação constituem um dos principais determinantes do ritmo efetivo de crescimento dos preços, o fato de elas não estarem adequadamente ancoradas coloca uma carga extra sobre outros determinantes do ritmo de crescimento dos preços, em particular sobre a própria política monetária. Em poucas palavras, convergência da projeção (e da própria inflação) para a meta pode realmente anteceder a convergência das expectativas. O problema é que isso acarreta um custo extra elevado para toda a sociedade, sob a forma de juros reais mais altos do que de outra forma seriam necessários.

Tal raciocínio deixa claro que governantes efetivamente empenhados em levar a inflação para baixo, e mantê-la baixa, precisam agir de maneira coerente com esse objetivo, esforçando-se ao máximo para convencer o público de seus propósitos. E a melhor sinalização passível de ser dada envolve demonstrações convincentes de compromisso de conduzir a política fiscal de maneira compatível com o cumprimento da meta de inflação.

Entre nós, no momento, tal compromisso não parece tão firme quanto seria desejável. E, possivelmente, essa é uma das razões pelas quais as expectativas de inflação de médio prazo, para 2025, 2026 e 2027, estão estabilizadas em 3,5% a.a. há cerca de oito meses. Outra possível explicação para essa ausência de convergência das expectativas para a meta tem a ver com as incertezas associadas à troca no comando do BC na virada deste para o próximo ano.

De qualquer modo, são dois fatores sobre os quais o BC não tem controle. E isso o força a agir de maneira compatível com as referidas restrições, sinalizando que manterá os juros reais de política monetária em território restritivo, ou seja, acima do patamar neutro, estimado em 4,5% a.a. Aparentemente, não resta alternativa para um banco central comprometido em levar a inflação para 3,0% e mantê-la em torno desse patamar.

Conseguirá o BC atingir os seus objetivos? A resposta correta parece ser: não há garantia de que conseguirá. Na verdade, pesquisa recente do FMI, abrangendo as cinco últimas décadas e mais de 50 países, examinou os desdobramentos de 111 episódios de surto inflacionário. Em 58% dos casos, mediante a boa prática de política econômica, foi possível fazer a inflação retornar para bem próximo de onde estava originariamente, antes do choque inflacionário. Nos outros 42% isso não aconteceu. Na verdade, de modo geral, a inflação deslocou-se para patamar ainda mais alto. É importante notar que, em 90% dos casos em que não houve sucesso no combate à inflação, o ritmo de crescimento dos preços chegou a cair substancialmente, por cerca de três anos. Mas não foi possível mantê-lo nos níveis mais baixos.

Uma explicação para isso seria a possibilidade de os formuladores de política econômica terem celebrado vitória contra a inflação antes da hora, satisfeitos com os efeitos benéficos de reversão dos choques sobre as taxas plenas de inflação, sem levar em consideração que elementos mais nucleares do processo inflacionário ainda não estavam sob controle.

Pelo visto, estamos numa fase crucial da luta contra o surto inflacionário surgido com a pandemia. Eventual celebração prematura de uma vitória ainda não assegurada significaria desperdiçar todo o esforço anti-inflacionário despendido até aqui. Talvez o mais relevante seja o fato de que poucas vezes tem ficado tão clara a necessidade de o governo como um todo dar a sua efetiva contribuição para que a luta contra a inflação se mostre plenamente exitosa. Ações no sentido de viabilizar a convergência das expectativas de inflação para a meta contribuiriam enormemente para a redução dos juros reais de política monetária, ao mesmo tempo em que ajudariam a levar a inflação para a meta mais rapidamente.

Política fiscal

Três pontos de atenção para a política fiscal

Manoel Pires

O início do ano trouxe toda a expectativa em torno da meta fiscal em um contexto de recuperação da arrecadação e novos temas que precisam de maior debate. Quero destacar três pontos de atenção.

Política de Dividendos da Petrobras

O Conselho de Administração da Petrobras decidiu pela não distribuição de dividendos extraordinários. Como o preço de uma ação representa o valor presente dos dividendos futuros a serem distribuídos, houve queda no valor da empresa superior a 10%. A empresa não informou o que pretendia fazer com os recursos retidos – fala-se em ampliar investimentos para a transição energética – e os investidores acostumados a grandes distribuições de lucros foram frustrados em suas expectativas.

A Petrobras é uma empresa de economia mista, ou seja, possui capital público e privado e essa decisão, na época de sua constituição, envolveu a avaliação de que a empresa possuía um papel estratégico no desenvolvimento do país, mas também que precisava de capital privado para ampliar sua capacidade de investir e fortalecer sua gestão empresarial. Dessa forma, a empresa possui uma dimensão de empresa pública com atribuição social importante e uma dimensão privada de buscar maiores lucros. Em muitas ocasiões essas dimensões são conflitantes, mas devem sempre buscar o equilíbrio e preservar o direito dos acionistas minoritários.

O setor de energia passa por grande transformação, com empresas diversificando sua atuação num ambiente de transição energética. O que a Petrobras planeja fazer é o que as grandes empresas do setor estão fazendo. A estratégia de ampliar esses investimentos aumenta a lucratividade futura da empresa em uma situação em que explorar apenas petróleo pode se mostrar prejudicial a longo prazo.

Mas se a questão parece simples, por que a decisão causou tamanha reação do mercado? Em primeiro lugar, essa decisão estratégica ainda não havia sido informada e dimensionada pela empresa, que pareceu

alimentar a expectativa de pagamentos de elevados volumes de dividendos aos acionistas. Em segundo lugar, porque os investidores temem que os dividendos não distribuídos se transformem em investimentos com baixo retorno financeiro, comprometendo também dividendos futuros.

A cacofonia em torno do tema também reflete visões distintas no governo, pois há elevada dependência da distribuição de dividendos para atingir os resultados fiscais definidos em lei. Por essa razão, o Ministério da Fazenda defendeu a posição da Petrobras de distribuir parcela adicional dos dividendos.

O embate deu mais força ao Ministério da Fazenda, que ganhou uma indicação no Conselho de Administração da Petrobras e com isso terá condições de trabalhar o tema de maneira mais equilibrada. Muito provavelmente, a distribuição de dividendos será elevada, pois o governo pretende reduzir o contingenciamento ao máximo e para isso precisa elevar sua arrecadação.

Os investidores, por sua vez, precisam ter mais segurança de que temas importantes como esse serão tratados com mais cuidado e profissionalismo por todas as partes, inclusive na gestão dos novos investimentos.

O grande problema é que o governo não foi claro sobre o que pretende fazer com a Petrobras. Definir de forma clara e transparente uma política estruturada dos investimentos e de distribuição dos dividendos da companhia seria um bom começo.

Gestão de gastos obrigatórios

O quadro fiscal deve apresentar melhora por conta das surpresas de arrecadação. Mas é importante atentar para o crescimento das despesas obrigatórias que podem comprimir as demais despesas dentro do novo arcabouço fiscal e criar dificuldades para a sua gestão. Os gastos com previdência estão crescendo acima do que seria esperado. Os benefícios emitidos de auxílio doença cresceram 26% em 2023 e o BPC cresce 11,3%.

Recentemente, o INSS apresentou uma simplificação no sistema de concessão de benefícios, o Atestamed, que concederá benefícios de auxílio doença com prazo de até 180 dias sem que seja necessário realizar a perícia médica. A justificativa para adoção da medida é deslocar peritos para realizar a revisão de benefícios do BPC, prevista em Lei. Existe uma meta de economizar R\$ 10 bilhões com essa revisão. Mas parece muito difícil obter esse resultado se a solução para viabilizá-la é flexibilizar outros critérios de concessão. Não é fácil retirar benefícios depois de serem concedidos. A gestão da previdência precisa ser fortalecida, de modo que as concessões estejam em conformidade com o estabelecido em lei. Um bom começo seria iniciar tratativas para melhor entendimento com o Judiciário dado o elevado grau de judicialização do benefício.

Também existe forte pressão para ampliação de subsídios creditícios. O setor agrícola se acostumou com retornos elevados e faz pressão para ampliar benefícios em função da quebra de safra. Os programas de subsídios relacionados a seguros também estão aumentando seus desembolsos em função do clima mais adverso. Existem, portanto, vários choques que precisam ser tratados, pois a restrição imposta pelo novo arcabouço fiscal exigirá do governo elencar prioridades.

Autonomia financeira do BC e funcionalismo

A PEC 65/2023, de autoria do Senador Plínio Valério (PSDB-AM), concede autonomia financeira e orçamentária ao Banco Central⁴. É importante saber do que se trata tal autonomia. A PEC transformaria o BC, uma autarquia federal com orçamento vinculado à União, em empresa pública com total autonomia financeira e

⁴O texto da PEC 65/2023 pode ser encontrado em:

<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9513915&ts=1705329746712&disposition=inline>

orçamentária, sob supervisão do Congresso. O BC teria plena liberdade para definir, por exemplo, os planos de carreira e salários de seus funcionários, contratações e reajustes.

A AGU se manifestou pela inconstitucionalidade da PEC por vício de iniciativa, tendo em vista que cabe ao Poder Executivo encaminhar proposta ao Congresso Nacional que trate da sua forma de organização. Mas a PEC também está errada no mérito.

A base do argumento para a proposta é que o Banco Central registra lucro e, portanto, não deve possuir o mesmo tipo de limitação orçamentária que é aplicada a outros órgãos. A jornalista do Valor Econômico Maria Clara do Prado, em boa contribuição ao tema, destacou as várias implicações que essa mudança trará para a gestão da política monetária e a relação com o Tesouro Nacional⁵.

Um aspecto da discussão distorce completamente a proposta. A principal fonte de receita do Banco Central advém do monopólio estatal de emissão de moeda, conhecida como receita de senhoriagem. Essa receita não pertence ao Banco Central, mas sim à sociedade. O que o Banco Central possui é a delegação do governo federal para exercer em seu nome essa função. Nas palavras de Prado:

“Ora, reconhece-se ali que a senhoriagem ajuda a financiar as contas públicas, com a diferença de que, com a PEC, passaria a financiar apenas as despesas do BC! Se a origem é torta, a finalidade seria não apenas torta como inadmissível. Afinal, se senhoriagem há e se faz sentido a sua apropriação, que seja usada no orçamento público federal. Que seja apropriada, em suma, para atender os interesses da sociedade e não apenas do BC”.

Difícil encontrar um argumento mais preciso. Mas um exemplo adicional um pouco caricato ilustra a distorção que se deseja criar. Imagine que a Receita Federal pudesse alegar ter lucro por registrar toda a arrecadação federal e, por conta disso, requerer autonomia para administrar esse recurso. O que faria a Secretaria do Tesouro Nacional, que nessa lógica, apenas gasta? Mas a Receita Federal não tem receita. Quem tem poder de tributar é o Estado que o delega a um órgão público com orçamento específico e apropriado para exercer essa competência.

A PEC também coloca o Congresso Nacional como supervisor da atuação do BC. A Lei que conferiu autonomia ao órgão pode ser esvaziada pela PEC que aumenta a órbita de influência do Congresso Nacional. É preciso avaliar com muito cuidado se essa solução é o melhor caminho.

A solução para a defasagem salarial dos servidores deve ser buscada a partir de uma reforma administrativa, que deve ficar a cargo do Ministério da Gestão e Inovação, que tem a visão integrada do funcionalismo público. As soluções parciais apenas aumentarão as distorções. Por essas razões, essa PEC deveria ser objeto de reflexão mais ampla.

⁵Ver: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/pec-poe-em-xeque-vinculo-entre-bc-e-tn.ghtml>

Setor externo

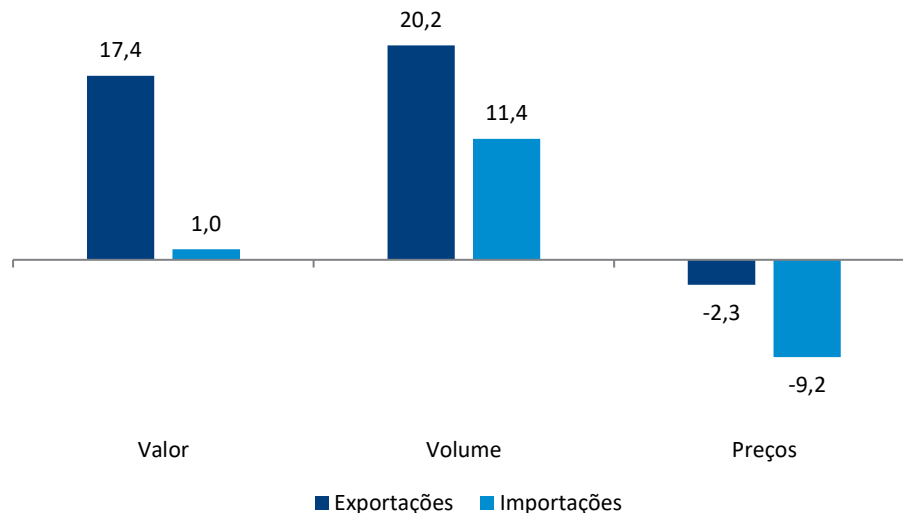
A indústria extrativa lidera as exportações no início de 2024

Lia Baker Valls Pereira

Em fevereiro, pelo segundo mês consecutivo, o superávit da balança comercial foi recorde na série histórica mensal, com valor de US\$ 5,4 bilhões, e na do primeiro bimestre do ano, US\$ 11,9 bilhões.

As exportações aumentaram em volume 20,7% e as importações, 13,3%, na comparação mensal de fevereiro de 2024 com o mesmo mês de 2023, e os preços caíram para os dois fluxos do comércio na mesma base de comparação, sendo mais acentuada a queda nas importações (-8,3%) do que nas exportações (-3,5%). Com esses resultados, a variação em valor das exportações foi de 16,3%, e das importações de 2,4%. O mesmo comportamento foi observado na comparação dos primeiros bimestres de 2023 e 2024, levando a um aumento de 17,4% nas exportações, e de 1,0% nas importações (Gráfico 6), em valor.

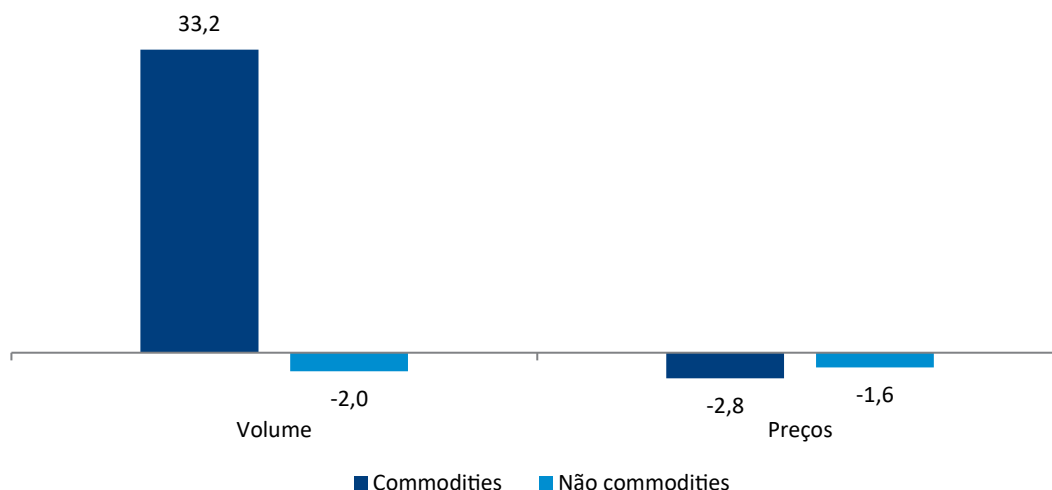
Gráfico 6: Variação (%) nos índices dos fluxos comerciais: jan-fev. 2023/2024



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

Os bons resultados nas exportações de fevereiro, assim como em janeiro, foram liderados pelas commodities, pois as não commodities experimentaram queda de preços e volume. Em termos de valor, a variação no valor exportado das commodities foi de 29,5% entre os bimestres (primeiro de 2023 e de 2024), com aumento de 33,2% no volume e queda de 2,8% nos preços (Gráfico 7). No começo de 2023, a comparação de desempenho das commodities com o primeiro bimestre de 2022 era de recuo em 3,8% no valor e de 6,5% no volume, e aumento nos preços de 3,9%.

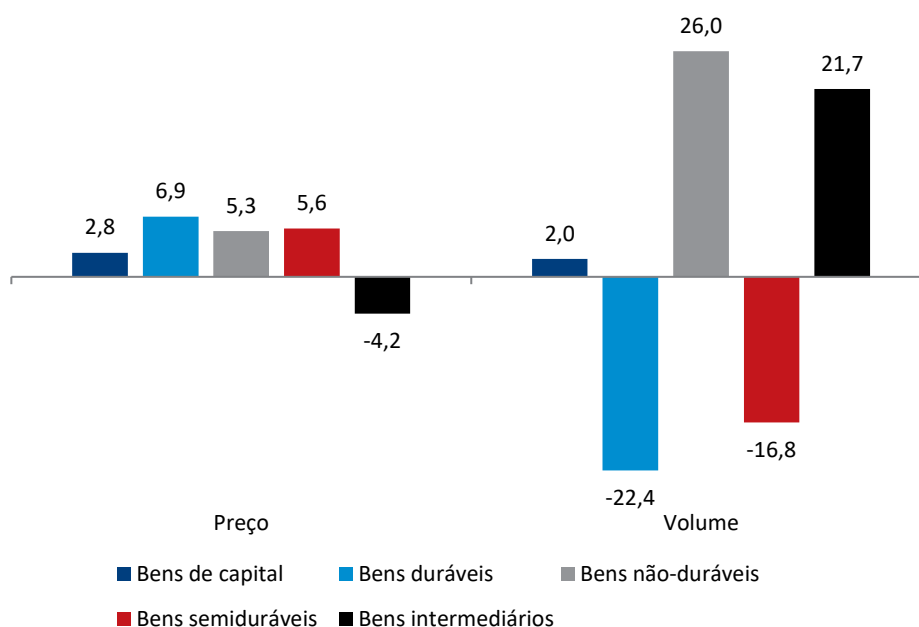
Gráfico 7: Variação (%) dos indicadores das exportações de commodities e não commodities: jan-fev. 2023/2024



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

As exportações por categoria de uso (Gráfico 8) mostram a liderança dos bens não duráveis (26,0%) e dos bens intermediários (21,7%), em termos de volume. Os não duráveis explicaram 16,9% das exportações e os intermediários, 76,2%, no primeiro bimestre de 2024. A queda de 22,4% dos bens duráveis está associada ao recuo nas vendas do setor automotivo para a Argentina, o principal mercado para o Brasil. A categoria registrou participação de 1,5% nas exportações totais. As commodities se concentram principalmente nos bens intermediários, que foram o único grupo a registrar queda de preços.

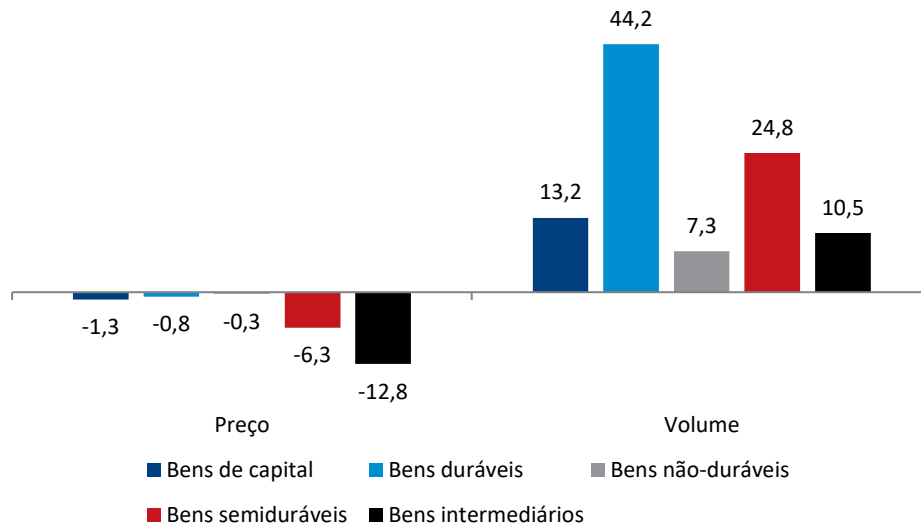
Gráfico 8: Variação (%) nos índices das exportações por categoria de uso: jan-fev. 2023/2024



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

Do lado das importações, todas as categorias aumentaram o volume e registraram queda de preços entre os primeiros bimestres de 2023 e 2024. Os bens intermediários, que explicaram 68,3% das importações, cresceram 10,5% e registraram a maior queda de preços, 12,8%. Os bens duráveis aumentaram o volume em 44,2%, mas a participação na pauta é de 3,6%. Os bens de capital cresceram 13,2%, com participação de 15,1%, puxados pela indústria de transformação, pois as compras de bens de capital da agropecuária recuaram 32%.

Gráfico 9: Variação (%) nos índices das importações por categoria de uso: jan-fev. 2023/2024



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

A liderança das commodities se reflete no desempenho por setor de atividade. Na comparação dos primeiros bimestres de 2024 e 2023, o volume da extrativa cresceu, 47,1%, seguido da agropecuária, 29,3%, e, por último, a indústria de transformação, com aumento de 6,9%. Os preços da extrativa aumentaram em 6,7% e os da agropecuária recuaram 16,4%. A indústria extrativa superou a agropecuária ao registrar aumento de volume e de preços.

Chama a atenção o papel do petróleo bruto na indústria extrativa. O produto liderou as exportações no primeiro bimestre, com participação de 14,9% na pauta total. A variação na quantidade exportada foi de 75,9%, e a das importações foi de -24,2% entre os dois primeiros bimestres. Os preços de exportações recuaram 1,1%, e os da importação, 8,9%.

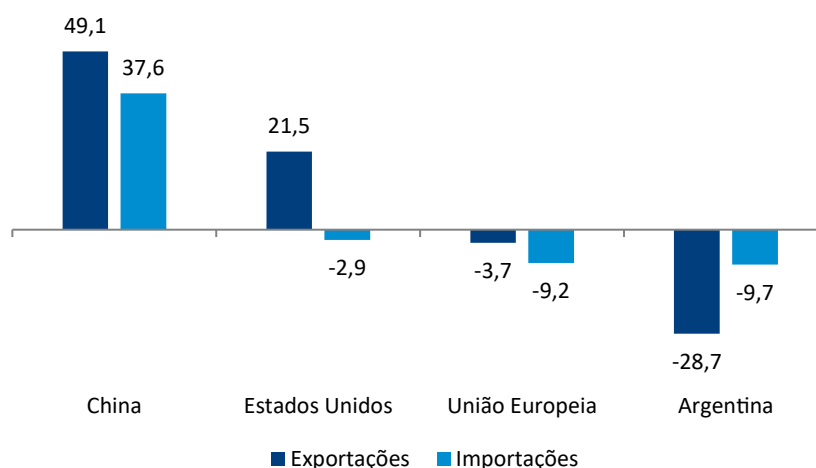
Depois do petróleo, o segundo principal produto de exportação foi o minério de ferro, com participação de 11,1%, seguido da soja (8,7%). Esses três produtos somam 34,7% das exportações.

A concentração nesses produtos coincide com a pauta de exportações para a China, na qual petróleo e minério de ferro participaram cada um com 25% das vendas brasileiras, e soja com 22%. Um índice de concentração de 72% em três produtos. No primeiro bimestre, a participação da China nas exportações brasileiras foi de 29,1%, com aumento em valor de 47% nas exportações. O saldo foi de US\$ 5,2 bilhões, 43% do superávit total do Brasil.

Para o segundo principal mercado, Estados Unidos (participação de 12,1%), a pauta de exportações é mais diversificada, mas o petróleo é o principal produto, com participação de 15%, seguido das semimanufaturas de ferro e aço, 9,7%. O crescimento em valor foi de 19,4% nas exportações. Para a Argentina (participação de 3,4%), a queda no valor foi de 28%.

O gráfico 10 mostra a variação nos volumes exportados e importados para os três principais mercados e mais a União Europeia. As participações e as variações dos três principais mercados já foram mencionados. No caso da União Europeia a participação nas exportações foi de 12% e o recuo no valor exportado de 6,2%. Observa-se que a China é o parceiro mais dinâmico em termos de volume exportado e importado. O comércio com os Estados Unidos avançou nas exportações, mas recuou nas importações. Com a União Europeia e a Argentina, perdeu-se nas exportações e importações. A queda em 28,7% das exportações brasileiras para a Argentina, concentrada no setor automotivo, afeta o desempenho da indústria no comércio exterior, pois não se vislumbra no curto prazo que mercado poderá substituir o da Argentina.

Gráfico 10: Variação (%) no volume das exportações e importações por mercados: jan-fev. 2023/2024



Elaboração: FGV IBRE. Base ICOMEX. Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Economia.

O ano de 2023 começou com as expectativas menos favoráveis, pois o possível efeito positivo com o fim do lockdown por conta da COVID na China ainda não havia se manifestado. Ao longo do ano, as expectativas foram revistas e o Brasil registrou um superávit recorde de US\$ 98,8 bilhões. Nesse começo de 2024, os resultados das exportações, liderados pelas commodities, apontam melhoras em relação a 2023, mas essa tendência pode não se realizar. O governo chinês aposta num crescimento de 5%, mas muitos duvidam que esse resultado seja alcançado. Em 2023, o fim do lockdown ajudou, mas a crise no setor imobiliário ainda não foi resolvida, e a falta de confiança dos consumidores e do setor privado, entre outras questões, leva a que alguns analistas projetem um crescimento positivo, mas menor do que o observado em 2023.

Internacional

Principais condicionantes do ciclo de baixa dos juros nos EUA

José Júlio Senna

Um dos assuntos que mais mobilizam a atenção geral em nosso país é o nível das taxas de juros. No momento, está em curso um processo de afrouxamento dos juros reais de política monetária. Até onde esse afrouxamento prosseguirá é algo que se discute amplamente. Um ingrediente fundamental nessas discussões tem diretamente a ver com a condução da política monetária no maior centro financeiro do planeta, ou seja, nos Estados Unidos.

De fato, o comportamento dos ativos financeiros nas economias que funcionam integradas aos mercados financeiros internacionais costuma ter como referência as ações das autoridades monetárias americanas. Na situação atual, na medida em que o Fed demore a dar início ao tão esperado ciclo de baixa de taxa de juros, mantendo a política monetária em território restritivo, de algum modo isso terá de ser considerado pelo Banco Central do Brasil ao decidir até que ponto reduzir a taxa Selic, de olho no patamar de juro real que disso resultará.

Sendo assim, é importante refletir sobre os fatores que têm feito o Fed postergar o momento de iniciar um ciclo de queda da taxa de fed funds.

De início, o ponto fundamental a destacar tem a ver com o fato de que as autoridades monetárias americanas têm plena consciência de que não basta fazer com que a inflação atinja a meta de 2,0%. É essencial que se criem as condições para que a inflação fique na meta. Para isso, é fundamental que as expectativas de inflação se encontrem num patamar compatível com a meta que se deseja atingir, que os relatórios oficiais deem a necessária confiança de que a inflação caminha efetivamente na direção da meta, e que a atividade econômica e o mercado de trabalho mostrem-se suficiente desaquecidos, a ponto de conter efetivamente as pressões inflacionárias.

Sobre esses pontos, cabem as seguintes observações. Primeiro, as expectativas de inflação apuradas em pesquisas junto ao público indicam que a tendência altista observada com o surgimento da “inflação da pandemia” já foi revertida. Para doze meses adiante, por exemplo, a reversão está muito bem caracterizada. Contudo, a meta de inflação é 2,0%, e as expectativas estão em 3,0%. Se no Brasil elas estão desancoradas (3,5% contra 3,0% de meta, para 2025/26/27), nos Estados Unidos a desancoragem é ainda mais significativa.

Segundo, ainda está longe de ser possível confiar em que a inflação caminha efetivamente para a meta. Segundo várias métricas de inflação, ou subconjuntos dos índices de preços, o crescimento dos preços se mostra excessivo. A título de ilustração, podemos citar o comportamento da média móvel trimestral anualizada do núcleo por expurgo, atualmente em 4,2%, segundo o CPI; da inflação de serviços, em 6,4%, segundo o mesmo relatório; e do chamado “supercore” da inflação de serviços, em 6,8%.

Terceiro, sem dúvida, o mercado de trabalho tem dado mostras de gradual desaquecimento, mas os indicadores de atividade preocupam. De fato, a média anual de crescimento do PIB nos últimos seis trimestres encontra-se em 3,0%, enquanto a média anual de crescimento da absorção doméstica, em termos reais, está em 3,1%, nos últimos quatro trimestres. Como os dirigentes do Fed costumam lembrar que crescimento abaixo do potencial, estimado em 1,8%, é ingrediente indispensável para que a inflação atinja a meta, certamente os dados acima representam importante fonte de preocupação.

Diante disso, convém não alimentarmos fortes esperanças de que logo o Fed dará início ao ciclo de baixa. E mesmo que esse processo se inicie em junho, é bem possível que não tenhamos reduções expressivas da

taxa de fed funds, tampouco uma em seguida da outra, reunião após reunião. Na medida em que tal cenário se concretize, isso terá influência importante sobre a condução da política monetária no Brasil, fazendo com que o BC fique ainda mais cauteloso.

Em foco IBRE

Transferências de Renda e Taxa de Participação – diferentes grupos. Taxa de Participação é afetada por número de beneficiados por programas sociais, mas com efeito concentrado em mulheres e jovens

Daniel Duque

Introdução

A interação entre a oferta de trabalho e a taxa de participação na força de trabalho constitui um dos pilares fundamentais para o entendimento das dinâmicas econômicas atuais. A oferta de trabalho, definida como o total de horas que indivíduos dispostos e capazes estão prontos para trabalhar, é influenciada por uma série de fatores, incluindo mudanças demográficas, condições econômicas e políticas públicas. Paralelamente, a taxa de participação na força de trabalho, que mede a proporção da população em idade ativa que está efetivamente trabalhando ou buscando trabalho, serve como um indicador importante para a mensuração da oferta de trabalho, sendo também importante medida do potencial produtivo de uma economia.

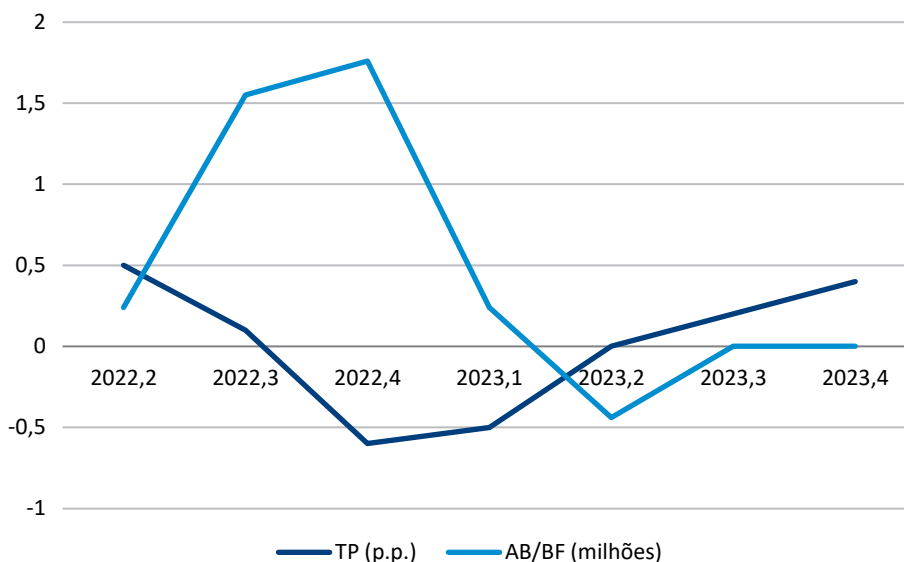
Nesse contexto, os programas sociais emergem como ferramentas significativas, com o potencial de alterar a decisão de indivíduos de participar ou não da força de trabalho. Um debate importante se concentra em como essas iniciativas podem influenciar a motivação para o trabalho, a busca por emprego e, conseqüentemente, a taxa de participação na força de trabalho. Por um lado, argumenta-se que podem proporcionar aos indivíduos o suporte necessário para superar barreiras ao emprego, como a falta de qualificação ou de recursos para procurar trabalho. Por outro lado, há preocupações de que tais programas possam desencorajar a participação na força de trabalho, especialmente se os benefícios recebidos da assistência superarem os do trabalho remunerado. Assim, o desafio reside em desenhar programas sociais que não apenas aliviem a pobreza, mas também incentivem a participação ativa no mercado de trabalho, equilibrando de maneira eficaz as necessidades imediatas de subsistência com o objetivo de longo prazo de desenvolvimento econômico.

O Brasil experimentou uma transformação significativa em sua política de transferência de renda nos últimos anos, iniciada com a implementação do Auxílio Emergencial em resposta à crise provocada pela pandemia de COVID-19. Após o término do Auxílio Emergencial, o governo introduziu o Auxílio Brasil, um programa mais abrangente e permanente, destinado a substituir e expandir o alcance do Bolsa Família. O valor médio do benefício do novo programa foi notavelmente aumentado de R\$ 200 para R\$ 400, e posteriormente para R\$ 600 a partir do terceiro trimestre de 2022.

Além do aumento substancial no valor do benefício, o Auxílio Brasil também experimentou um crescimento expressivo no número de famílias atendidas. No primeiro trimestre de 2022, cerca de 17,9 milhões de famílias

eram beneficiárias do programa. Esse número aumentou para aproximadamente 21,6 milhões de famílias no primeiro trimestre de 2023, representando alta de cerca de 20%.

Gráfico 11: Diferença Inter trimestral da Taxa de Participação e Famílias Beneficiadas pelos Programas Sociais



Fonte: Elaboração Própria Ministério do Desenvolvimento Social e PNADC (IBGE).

No entanto, o processo de expansão rápida do programa também trouxe à tona desafios, especialmente em relação à precisão na identificação e no cadastramento de beneficiários. No início de 2023, no novo governo, foram identificadas irregularidades no processo de concessão de benefícios a novas famílias no ano anterior, atribuídas à pressa em expandir o programa. Como resultado, houve revisão dos critérios de elegibilidade e do processo de cadastramento, levando a ligeira redução no número de famílias beneficiadas. No primeiro trimestre de 2024, o número de famílias atendidas pelo Auxílio Brasil foi ajustado para cerca de 21 milhões, com redução de aproximadamente 650 mil famílias em comparação com o pico anterior.

Paralelamente à correção do número de beneficiários, o Brasil observou um aumento na taxa de participação na força de trabalho a partir do terceiro trimestre de 2023. Tal período coincide com o fim do aumento das transferências, após a introdução de um benefício variável de R\$ 150 por criança no primeiro trimestre do ano passado. A convergência dessas políticas de transferência de renda com os movimentos da taxa de participação sugere uma relação entre as duas variáveis ao longo de 2022 e 2023.

Metodologia

Dados na PNADC podem ser usados para analisar os determinantes da participação na força de trabalho em nível local e domiciliar. Essa primeira abordagem envolve dados agregados em diferentes regiões ao longo do tempo, fornecendo informações sobre o papel das condições do mercado de trabalho local, políticas regionais e fatores culturais na participação na força de trabalho.

A metodologia proposta visa examinar o impacto da expansão das transferências de renda, especificamente por meio do programa Bolsa Família, sobre a participação na força de trabalho em diversas áreas geográficas do Brasil. Para tal, a análise será conduzida alterando a variável de interesse para o percentual de

famílias beneficiadas pelo programa em relação ao total de famílias, substituindo a variável de transferências monetárias previamente considerada no Boletim Macro de Outubro de 2023. Esta mudança metodológica é motivada pela constatação de que existe maior heterogeneidade nas variações do percentual de famílias beneficiadas entre as diferentes áreas geográficas do que nas variações do benefício médio recebido pelas famílias. Assim, entende-se que o percentual de famílias beneficiadas exerce um papel mais significativo na explicação da variação total das transferências de renda, proporcionando um indicador mais preciso dos impactos dessas políticas no nível local.

Adicionalmente, a análise enfocará os grupos que potencialmente experimentaram as maiores quedas na taxa de participação na força de trabalho associadas ao Bolsa Família, nomeadamente mulheres e jovens. Esse enfoque permitirá uma compreensão mais aprofundada dos efeitos diferenciados das transferências de renda sobre segmentos específicos da população, contribuindo para a formulação de políticas públicas mais direcionadas e eficazes.

Os modelos de efeitos fixos podem ser usados para abordar algumas fontes de endogeneidade, controlando os fatores não observados invariantes no tempo que podem estar correlacionados com as variáveis explicativas. Ao se concentrar na variação no âmbito do indivíduo ou dentro da região ao longo do tempo, os modelos de efeitos fixos ajudam a isolar os efeitos causais dos determinantes da participação na força de trabalho, considerando a heterogeneidade não observada.

Para estimar o efeito da expansão dessas transferências, será explorada a possibilidade de a PNAD Contínua Trimestral poder se subdividir entre 75 áreas geográficas, a partir de Capitais, Regiões Metropolitanas associadas a estas primeiras, e o restante das Unidades da Federação. Com isso, a partir dessas áreas, será testado o efeito local do Bolsa Família sobre a média da Taxa de Participação e do total de ocupações até o 4º trimestre de 2023. A equação abaixo demonstra a estratégia empírica aplicada.

$$Y_{a,t} = \beta_0 + \beta_1 T_{a,t} + X'_{k,a,t} \beta_k + \theta_t + \mu_a + \varepsilon_{a,t}$$

Em que a é a área geográfica, t é o trimestre (do 4º de 2021 ao 2º de 2023), Y é a variável dependente de interesse, T é o percentual de transferências no mês central do trimestre, em proporção ao total de rendimentos do quarto trimestre de 2021 na área geográfica, X é um vetor de controles (escolaridade dos adultos, total de adultos), e, finalmente, θ_t e μ_a são efeitos fixos de trimestre e área geográfica.

Resultados

A tabela apresentada resume os resultados de regressões em nível local, possivelmente explorando o efeito das famílias beneficiadas pelos programas sociais sobre a taxa de participação (TP) na força de trabalho em diversas áreas. A tabela é dividida em seis colunas de resultados para três categorias diferentes de participação na força de trabalho: total da população (TP Total), jovens (TP Jovens) e mulheres (TP Mulheres). Cada par de colunas apresenta os resultados com e sem a inclusão de efeitos fixos de região-ano.

As variáveis-chave em cada regressão são os coeficientes que representam a mudança na taxa de participação associada ao tratamento (neste caso, percentual de famílias beneficiadas). Os coeficientes são todos negativos, indicando uma associação entre o tratamento e diminuição na taxa de participação na força de trabalho.

Tabela 3: Resultados das Regressões a Nível Local

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Variáveis	Total	Jovens	Mulheres	Homens Adultos	Total	Jovens	Mulheres	Homens Adultos
Coefficiente	-0.429***	-0.974***	-1.480***	6.17e-05	-0.281*	-0.760**	-1.183**	2.30e-05
	(0.148)	(0.266)	(0.532)	(5.66e-05)	(0.165)	(0.296)	(0.596)	(6.39e-05)
Obs.	600	600	600	600	600	600	600	600
Efeito Fixo de Região-Ano	0.252	0.218	0.171	0.044	0.282	0.248	0.194	0.055
R2	75	75	75	75	75	75	75	75
Número de áreas	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)

Obs: Os asteriscos indicam níveis de significância estatística: * para 10%, ** para 5% e *** para 1%.

Com relação à taxa de participação total, há um coeficiente de -0,429, com um erro padrão de 0,148, significando uma diminuição significativa de 4,3 pontos percentuais na taxa de participação total associada a 10p.p. de aumento do percentual das famílias beneficiadas, com alta significância estatística. Com a inclusão de Efeito Fixo de região-ano, o coeficiente vai para -0,281, indicando diminuição na taxa de participação, mas com menor magnitude comparada à coluna (1).

Já em relação à taxa de participação de jovens, o coeficiente é de -0,974, o que indica redução ainda mais significativa entre os jovens, de quase 10 pontos percentuais, associada a 10p.p. de aumento do percentual das famílias beneficiadas. Com inclusão do Efeito Fixo adicional, o coeficiente vai para -0,760, com significância estatística de 5%.

Considerando a taxa de participação das mulheres, é encontrado o maior efeito, com coeficiente de -1,480, reduzindo-se para -1,183 com a inclusão de Efeito-Fixo de região-ano. Por fim, no caso de homens adultos, não se encontra nenhum impacto em relação às famílias beneficiadas.

Esses resultados preliminares sugerem que há uma associação negativa entre o recebimento de programas sociais e a taxa de participação na força de trabalho, com efeitos muito mais pronunciados entre jovens e mulheres. Para homens adultos, o Bolsa Família não apresenta nenhum efeito.



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 março 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>