

Boletim MACRO

Maio 2024 • Nº 155

“Higher for longer”

Esta expressão tem sido amplamente utilizada para caracterizar o quadro atual da política monetária americana, mas a mesma expressão poderia ser usada para descrever a situação no Brasil. Em ambos os casos, o que se viu nas últimas semanas foi uma redução no relativo otimismo sobre quão rápido e quão longe a autoridade monetária poderá avançar no corte das taxas de juros este 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

“Higher for longer”

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Esta expressão tem sido amplamente utilizada para caracterizar o quadro atual da política monetária americana, mas a mesma expressão poderia ser usada para descrever a situação no Brasil. Em ambos os casos, o que se viu nas últimas semanas foi uma redução no relativo otimismo sobre quão rápido e quão longe a autoridade monetária poderá avançar no corte das taxas de juros este ano. Nos dois casos, também, pela pressão advinda de uma política fiscal expansionista, que tem mantido a atividade crescendo em ritmo acelerado, e o mercado de trabalho aquecido, anulando boa parte do efeito que se busca atingir com a política monetária.

Nos EUA, o Banco Central (Fed) sinaliza que manterá as taxas elevadas durante mais tempo, até que esteja confiante de que a inflação caminha em direção à meta de 2%. De fato, a chamada “última milha” do processo de desinflação, que é levar a inflação do atual patamar de 3,4% (3,6% para o núcleo) para a meta tem sido bem mais desafiadora do que a autoridade monetária americana esperava. Um dos principais motivos para isso é que, a despeito dos sinais de moderação, o mercado de trabalho e a atividade econômica continuam mostrando bom desempenho. Com isso, a inflação de serviços se mantém pressionada, tornando o processo de desinflação mais demorado e incerto. Os pontos destacados pelos membros do Fed mostram que há um viés mais conservador; ou seja, há maior receio de errar com a redução prematura da taxa de juros do que com eventual atraso.

No Brasil, apesar da divisão entre os membros do Copom na decisão sobre o corte da taxa de juros na reunião de 7 e 8 de maio, a ata divulgada na semana seguinte mostrou que todos avaliaram que a política monetária deve se manter em terreno mais contracionista do que antes se antevia e sem indicações sobre os próximos movimentos, “diante do cenário global incerto e do cenário doméstico marcado por resiliência na atividade e expectativas desancoradas”. E que a taxa de juros terminal deverá consolidar o processo de desinflação e da ancoragem das expectativas em torno das metas.

De fato, desde a reunião anterior houve uma piora do cenário externo e doméstico, que corrobora a necessidade de se manter a taxa de juros mais elevada e por um tempo mais prolongado. Em primeiro lugar, os dados de atividade vieram mais fortes no primeiro trimestre do ano, enquanto os dados referentes ao mercado de trabalho confirmaram o crescimento forte do emprego e da renda. De fato, revisamos a previsão de crescimento do PIB de 0,6% (TsT) para 0,7%. O que chamou mais a atenção foi a revisão na previsão de alta do consumo das famílias do primeiro trimestre, de 0,9% (TsT) para 1,5%. Se esse valor se confirmar, o consumo terá crescido em torno de 1% por trimestre desde o segundo semestre de 2021, ritmo superior ao crescimento do PIB, que foi de 0,7%.

O forte crescimento do consumo das famílias é explicado, em grande medida, pelo aumento real da renda disponível bruta. De acordo com dados divulgados pelo Banco Central, desde outubro do ano passado houve aceleração no crescimento da renda disponível, que vinha crescendo em ritmo moderado. Sem dúvida, o pagamento dos precatórios contribuiu para esse resultado, principalmente no início do ano. A esse fator somam-se o aumento real do salário-mínimo, bem como de benefícios sociais e aposentadorias vinculados ao salário-mínimo, além de antecipações dos pagamentos do 13º para beneficiários do INSS e o pagamento dos precatórios regulares referentes a 2024. Tudo isso contribuiu para um padrão de um cres-

cimento mais expressivo do consumo das famílias no primeiro semestre do ano e, espera-se, uma desaceleração no segundo semestre.

Por outro lado, mesmo com o crescimento esperado muito positivo para o investimento no período, de 3,7% (TsT), há muitas dúvidas em relação à sustentabilidade dessa recuperação. É importante mencionar que esse resultado foi influenciado pela forte recuperação da produção de caminhões em relação ao mesmo período do ano anterior, quando houve uma queda expressiva na produção desses veículos, como destacado em edições anteriores do Boletim.¹ A manutenção da taxa real de juros em patamares elevados deve inibir aceleração mais expressiva do investimento este ano. Por enquanto, esperamos crescimento de 3,5%, após a queda de 3% em 2023.

Nesse contexto em que a atividade surpreende para cima, com forte crescimento da demanda, é necessária ainda mais cautela na condução da política monetária. Ainda mais quando as expectativas de inflação para horizontes mais longos estão não apenas acima da meta, mas subindo.

Soma-se a isso a expectativa de que este ano a política fiscal venha a ser ainda mais expansionista do que se previa antes. Sem dúvida a catástrofe no Rio de Grande Sul demanda atuação do governo para mitigar, ainda que em parte, os efeitos devastadores sobre a região. Infelizmente, seria necessário ter as contas públicas mais equilibradas, com superávit fiscal em tempos de normalidade, para ter espaço fiscal para aumento de gastos em momentos excepcionais. Ainda não conseguimos dimensionar todos os efeitos da tragédia sobre a economia, mas, sem dúvida, a piora do quadro fiscal é quase certeza.²

De acordo com a ata do Copom, a redução do esforço fiscal e as incertezas sobre a estabilização da dívida pública têm o “potencial de elevar a taxa de juros neutra da economia, com impactos deletérios sobre a potência da política monetária e, conseqüentemente, sobre o custo de desinflação em termos de atividade.” Além disso, o “Comitê reafirma que uma política fiscal crível e comprometida com a sustentabilidade da dívida contribui para a ancoragem das expectativas de inflação e para a redução dos prêmios de risco dos ativos financeiros, conseqüentemente impactando a política monetária.”

Em suma, a mensagem foi clara, e a taxa terminal será mais alta e deve ficar elevada por tempo mais longo. A grande questão que se coloca, nesse contexto, tanto nos EUA como no Brasil, é se é só uma questão de tempo, ou se será de fato possível trazer a inflação para a meta sem mudar a postura que vem sendo adotada na área fiscal. E, claro, se pode ocorrer de, antes disso, se passar a trabalhar com metas de inflação mais altas, mesmo sem que isso seja formalizado. Uma incerteza para a qual contribuem as eleições presidenciais de novembro próximo nos EUA e a mudança na composição do Copom na virada do ano.

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

- **Atividade econômica – página 7:** Em março, a indústria registrou crescimento de 0,9% em relação ao mês anterior e queda de 2,8% em relação ao mesmo período de 2023. A produção de petróleo e gás aumentou, mas em ritmo menor do que em fevereiro. O setor de transformação teve aumento de 0,8% MsM, apesar de a fabricação de veículos automotores ter apresentado queda de 6,0% na margem. No varejo restrito, houve crescimento de 5,7% em relação ao ano anterior, impulsionado pelas políticas de transferências governamentais. No entanto, no conceito ampliado, houve queda de 1,5% AsA. O setor de serviços cresceu 0,4% na margem, com destaque para os serviços prestados às famílias. Com isso, ajustamos nossa previsão de

¹Com as novas regras de emissões, o Proconve 8, a partir de janeiro de 2023, houve queda de 38% na produção de caminhões em relação a 2022, segundo dados da Anfavea.

²Estimativas ainda muito preliminares apontam um impacto de redução de 0,3 p.p. no PIB de 2024. Ver seção de Atividade Econômica.

crescimento interanual no primeiro trimestre de 2024 para 2,4% (AsA), o que representa uma alta do PIB de 0,7% TsT. Por ora, ainda não incorporamos os efeitos sobre a atividade da tragédia no Rio Grande do Sul e mantemos a previsão para o crescimento do PIB em 2024 em 2%.

- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os índices de confiança continuavam em trajetória favorável em abril, ainda que o ritmo de evolução seja lento. Pelo lado dos consumidores, a alta mais expressiva apenas compensa os resultados ruins do início de ano. A melhora foi puxada por expectativas mais positivas para a economia e para as finanças familiares nos próximos meses. Pelo lado empresarial, a estabilidade do mês teve influência da alta expressiva da confiança do Comércio e de queda moderada de Serviços e Construção. Uma prévia para maio aponta queda da confiança no mês, sob influência do desastre climático que afeta duramente o Rio Grande do Sul. Mas o tamanho da queda é ainda incerto, dada a dificuldade de se obter informações para a região no momento e o caráter parcial da coleta de dados até o fechamento desta edição do Boletim Macro do IBRE.
- **Mercado de trabalho – página 11:** A edição de março de 2024 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) revelou queda na taxa de desemprego, para 7,3%, o menor nível desde fevereiro de 2015, com as projeções apontando novas reduções à frente. A PNADC Anual de 2023 detalhou as fontes de renda, mostrando crescimento tanto na renda privada quanto pública, com a última ultrapassando a primeira em termos de crescimento entre 2020 e 2023. Diferentes categorias de renda pública, como aposentadorias, BPC e Bolsa Família, exibiram tendências variadas de crescimento, com as duas últimas mostrando aumentos mais significativos. Além disso, o Caged de março de 2024 reportou um saldo de 244,3 mil vagas, superando as expectativas e indicando aceleração em relação ao mês anterior, com projeções otimistas para o futuro próximo.
- **Inflação – página 14:** O IPCA de abril registrou aumento de 0,38%, impulsionado principalmente pelos preços dos alimentos in natura, medicamentos e gasolina. A tragédia climática no Rio Grande do Sul deverá afetar a inflação nos próximos meses, embora as perdas significativas na produção de alimentos importantes ainda não tenham influenciado fortemente a variação dos preços dos alimentos. Diante desse cenário, o Monitor da Inflação antecipa alta de 0,4% para o IPCA de maio, sem grande destaque para alimentos no domicílio, que, segundo a coleta mais recente, deverão avançar 0,5%, metade da taxa apurada em abril. Não obstante, os preços podem subir mais, à medida que os impactos das chuvas sejam contabilizados.
- **Política monetária – página 15:** Têm sido muitos os obstáculos enfrentados pelo Banco Central em sua luta para levar a inflação para a meta, de maneira sustentável. Fiscal expansionista, expectativas desancoradas, ambiente externo adverso, e variáveis como câmbio, juros prefixados, juros reais e inflações implícitas reveladoras de sérias preocupações com o futuro da inflação e das taxas de juros. Nesse cenário, ao BC cabia realmente reduzir o ritmo de queda da Selic para 25 pontos em maio e sinalizar a possibilidade de fim do ciclo de baixa dos juros. A divergência nos votos do Copom talvez não tenha se encerrado, mas, independentemente disso, é pouco provável que a Selic chegue a um dígito em 2024. O mais provável é que tenhamos, no máximo, uma queda adicional de 25 pontos base
- **Política fiscal – página 17:** Esta seção versa sobre a “Avaliação do resultado primário no 1º trimestre de 2024”. A busca pela meta de resultado fiscal dependerá da capacidade de o governo manter o elevado padrão de arrecadação do primeiro trimestre -- o que deve se mostrar difícil ao longo do ano, em função de uma série de atipicidades e não recorrências decorrentes das medidas tributárias aprovadas --, assim como do controle da despesa obrigatória. Em relação aos gastos, os itens que mais apresentaram crescimento foram Previdência, BPC, FUNDEB e gastos associados com a saúde. Outro ponto destacado é que é importante

separar a questão estrutural, que segue em ajuste, da ajuda necessária para reconstruir o estado do Rio Grande do Sul, pois o impacto dessa tragédia levará alguns anos para ser mitigado.

- **Setor externo – página 20:** Ainda que a nossa projeção de déficit em conta corrente em 2024 tenha aumentado, a situação segue muito confortável. Nossas contas externas são um porto seguro.
- **Internacional – página 23:** A inflação mais forte nos EUA gerou forte reprecificação das taxas de juros no interbancário americano, com os impactos usuais sobre a taxa de câmbio e, principalmente, sobre a curva de juros local. Porém, estudos de Ben Bernanke e Olivier Blanchard avaliam que tem havido um processo de redução do aperto no mercado de trabalho, um dos principais responsáveis pela elevada inflação. O estudo indica que o cenário de pouso suave ainda está sobre a mesa, mesmo com as três leituras mais salgadas da inflação americana no primeiro trimestre de 2024.
- **Em foco IBRE – página 25:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria da pesquisadora Anna Carolina Gouveia, o tema é: “Incerteza econômica em nível moderado, mas diante de desafios futuros”.

Atividade econômica

Primeiro trimestre forte pode não compensar efeitos da tragédia do Rio Grande do Sul nos próximos resultados

Silvia Matos, Caio Dianin e Bruno Issler

A tragédia no Rio Grande do Sul gerou comoção pelo Brasil inteiro, mobilizando forças privadas e públicas para ajudar nessa situação desesperadora que o estado enfrenta. Tragédia que começa a se refletir nos dados de atividade a partir de 24T2, podendo levar a uma redução do PIB de 2024 de 2,0% para 1,7%. Com o fechamento de trimestre em março, revisamos muitas categorias do PIB, levando a uma elevação do PIB de 24T1 de 2,1% AsA (0,5% TsT) para 2,4% AsA (0,7% TsT). Os dados de março confirmaram a resiliência do setor de serviços, logo, revisamos seu crescimento de 2,8% AsA (0,4% TsT) para 3,2% AsA (0,7% TsT). A indústria, por outro lado, teve seu crescimento reduzido de 3,2% AsA (0,3% TsT) para 3,1% AsA (0,2% TsT). Esse reajuste da indústria veio principalmente do desempenho aquém do esperado do setor de transformação depois do bom desempenho de janeiro.

Em março, a indústria acelerou 0,9% na margem (-2,8% AsA). A indústria extrativa voltou a mostrar crescimento na margem, 0,2% MsM (1,6% AsA), depois de dois meses consecutivos de queda. Segundo dados da ANP de março, a produção de petróleo cresceu 7,7% AsA e a de gás 3,9% AsA, crescimento menor que o reportado em fevereiro: 9,5% AsA e 5,0% AsA. Paralelamente, a indústria de transformação acelerou 0,8% MsM (-3,6% AsA). Com destaque negativo para 'Fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias' que apresentou queda na margem de -6,0% (-6,4% AsA). Queda que marca o final do efeito base criado pela etapa P8 do Proconve (programa que busca reduzir emissão de gases dos automóveis).

O varejo mostrou resultados mais próximos do esperado em março. No conceito restrito, teve crescimento de 5,7% AsA (0% MsM). Novamente, 'Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo' apresentou bom resultado, crescimento de 8,6% YoY (1% MsM), junto com 'Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos' com crescimento de 11,4% AsA (5,6% MsM). Esse resultado muito parecido com o mês anterior ainda incorpora o efeito das políticas de transferências que foram adotadas pelo governo, impulsionando o poder de compra das classes menos favorecidas. Mostrando uma demanda ainda aquecida, apesar da política monetária apertada. Já no conceito ampliado, houve queda de -1,5% AsA (0% MsM). A categoria 'Veículos, motocicletas, partes e peças' teve queda na margem de -1,4 (1,8% YoY). Paralelamente, a categoria 'Atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo' novamente apresentou forte queda: -23,0% AsA.

O setor de serviços voltou a acelerar na margem com crescimento de 0,4% MsM (-2,3% AsA), em linha com o que esperávamos: -1,9% AsA. Todas as categorias aceleraram na margem, com destaque para 'Serviços prestados às famílias' que vêm crescendo consistentemente e indica uma demanda ainda aquecida. As outras categorias se recuperaram da queda de fevereiro com taxas de crescimento na margem variando de 0,0% a 4,0%. Os efeitos de transbordo da performance do agronegócio podem ser percebidos no resultado negativo dos serviços de transporte.

O indicador de atividade econômica do FGV IBRE (IAE-FGV) de março revelou crescimento de -0,2% MsM (0,4% AsA). Assim, no primeiro trimestre de 2024, o IAE teve crescimento de 2,0% TsT (3,1% AsA), com contribuições interanuais dos componentes cíclicos e exógenos de, respectivamente, 0,9 p.p. e -0,5 p.p. no mês e

-2,9 p.p. e 0,2 p.p. no trimestre. O IBC-Br referente a março apresentou queda de -0,3% MsM (-2,2% AsA), fechando o trimestre com 1,0% AsA (1,1% TsT).

Por fim, o Monitor do PIB apresentou crescimento de 0,4% MsM em relação a fevereiro (-0,1 % AsA) e fechou o trimestre com 0,7% MsM (2,3% AsA), com contribuições dos componentes cíclicos e exógenos de, respectivamente, 0,2 p.p. e -0,3 p.p. no mês e 0,2 p.p. e 2,1 p.p. no trimestre para a taxa interanual. Na margem, o setor cíclico contribuiu com 0 p.p. e o exógeno contribuiu com 0.4 p.p. para a estimativa mensal e de 0,2 p.p. e de 0,5 p.p., respectivamente para a estimativa trimestral.

Com as informações do primeiro trimestre, realizamos alguns ajustes na indústria e nos serviços, elevando nossa projeção de 24T1 para 0,7% TsT (2,4% AsA). O maior ajuste foi feito nos serviços, uma vez que esperamos os dados completos do trimestre para confirmar que não haveria reversão na demanda das famílias. Isso se confirmou, o que já era indicado pelo mercado de trabalho que continua apertado e a massa de rendimento real que se estabilizou recentemente. Por outro lado, a tragédia no Rio Grande do Sul ainda não foi contabilizada, mantendo a nossa projeção para o PIB de 2024 de 2,0%. Os efeitos devem aparecer nos números a partir do segundo trimestre, mas ainda avaliamos que será necessário aguardar mais informações para incluímos na projeção. Estimativas preliminares apontam para uma queda de 0,3 p.p no PIB anual.

Ajustamos todas as categorias da indústria, o resultado agregado foi uma redução no crescimento de 3,2% para 3,1% AsA. A indústria extrativa teve uma leve correção, subindo de 5,0% AsA (-1,0% TsT) para 5,6% (-0,6% TsT). Os dados da indústria de transformação mostraram uma progressão aquém daquilo que esperávamos depois do bom resultado de fevereiro, logo, reduzimos nossa projeção de 2,6% AsA (1,3% TsT) para 1,8% AsA (0,9% TsT). Ajustamos 'Eletricidade e outros' de 3,7% AsA (-2,1 TsT) para 6,3% AsA (0,8% TsT) e 'Construção civil' subiu de 1,3% AsA (-1,1% TsT) para 1,8% AsA (-0,7% TsT). Esses ajustes não incluem o efeito da tragédia no Rio Grande do Sul, que serão contabilizados a partir de 24T2.

O setor de serviços mostrou bom desempenho no primeiro trimestre, com destaque para 'Serviços prestados as famílias'. Logo, em posse dos dados do trimestre, decidimos ajustar a taxa de crescimento para 24T1 de 2,8% AsA (0,4% TsT) para 3,2% AsA (0,7% TsT). Não ajustamos a agropecuária no primeiro trimestre, uma vez que a maior parte da safra do Rio Grande do Sul foi colhida antes do desastre. Apesar de ter sido colhida, parte da safra deve ter sido perdida no processo de logística/armazenamento, porém a contabilização desse efeito ainda deve demorar.

Pela ótica da demanda, ajustamos o consumo das famílias de 2,6% AsA (0,9% TsT) para 3,3% AsA (1,5% TsT). Ademais, corrigimos o consumo do governo para 2,7% AsA (0,1% TsT). Investimentos foram revisados para baixo atingindo 2,2% AsA (3,7% TsT). Por fim, o setor externo também foi alterado: as exportações foram ajustadas para 7,0% AsA (0,4% TsT) e as importações para 8,6% AsA (5,3% TsT).

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2024.I (TsT)	2024.I (AsA)	2024
Consumo das Famílias	1.5%	3.3%	2.4%
Consumo do Governo	0.1%	2.7%	1.8%
Investimento	3.7%	2.2%	3.9%
Exportação	0.4%	7.0%	4.5%
Importação	5.3%	8.6%	5.3%
PIB	0.7%	2.4%	2.0%
Agropecuária	8.0%	-7.2%	-3.4%
Indústria	0.2%	3.1%	2.4%
Extrativa	-0.6%	5.6%	4.0%
Transformação	0.9%	1.8%	1.7%
Eletricidade e Outros	0.8%	6.3%	3.4%
Construção Civil	-0.7%	1.8%	2.9%
Serviços	0.7%	3.2%	2.2%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

Expectativas de empresários e consumidores

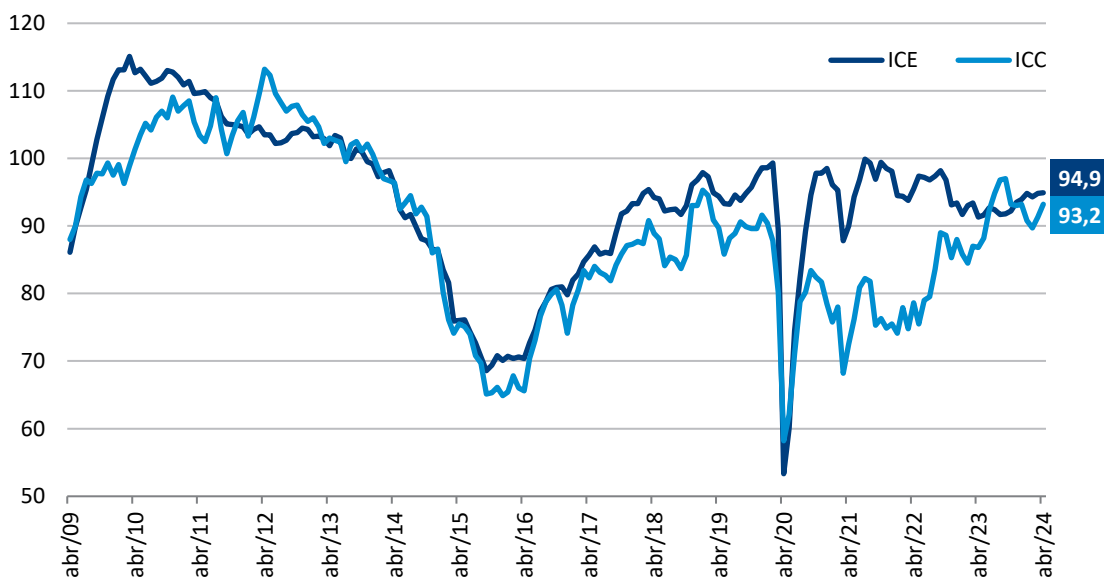
Confiança avançava até abril.
Crise gaúcha deve interromper a tendência

Aloisio Campelo e Rodolpho Tobler

Em abril, os índices de confiança do FGV IBRE voltaram a dar sinais positivos em relação ao mês anterior. O Índice de Confiança dos Consumidores (ICC) subiu 1,9 ponto, mantendo a trajetória positiva iniciada em março, enquanto o Índice de Confiança Empresarial (ICE) ficou praticamente estável, com variação de 0,1 ponto no mês. Com esse resultado, ambos os índices se encontram em patamar ainda inferior do nível neutro dos 100 pontos.

Gráfico 1: Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores

(Com ajuste sazonal, em pontos)



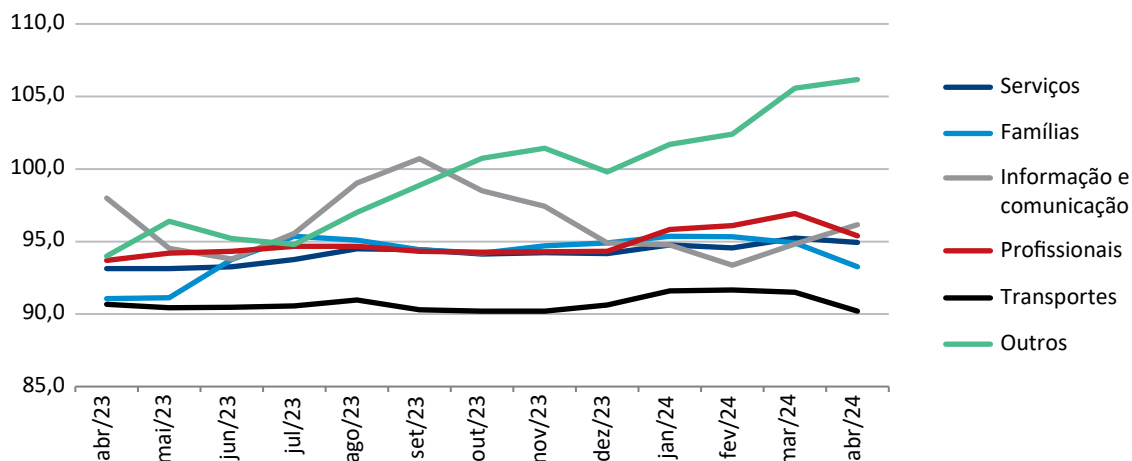
Fonte: FGV IBRE.

Pelo lado empresarial, o resultado em abril foi influenciado pela alta de 5,1 pontos da confiança do Comércio. O índice da Indústria também variou positivamente, mas em apenas 0,3 ponto, próximo da estabilidade. A confiança da Construção e de Serviços recuou no mês, confirmando a fase de relativa indefinição de tendência desses indicadores. No ano, a alta da confiança empresarial vem sendo puxada pelas expectativas, mas, em abril, a alta foi disseminada nos dois horizontes temporais.

O setor de Serviços vem chamando a atenção pela sequência de resultados desfavoráveis recentemente. Nos últimos sete meses, a confiança do setor vem oscilando entre altas e quedas, fazendo com que, em médias móveis trimestrais, a confiança do setor tenha ficado estável ao longo do tempo. Por segmentos, é possível observar uma perda de fôlego em *Serviços de Transportes*, *Serviços Prestados a Famílias* e *Serviços Profissionais* nos últimos meses, principalmente pela redução do otimismo em relação ao futuro. O segmento de *Outros Serviços* caminha na direção oposta, mas possui uma influência menor no resultado agregado.

Gráfico 2: Índice de Confiança de Serviços e seus segmentos

(Com ajuste sazonal, em médias móveis trimestrais)

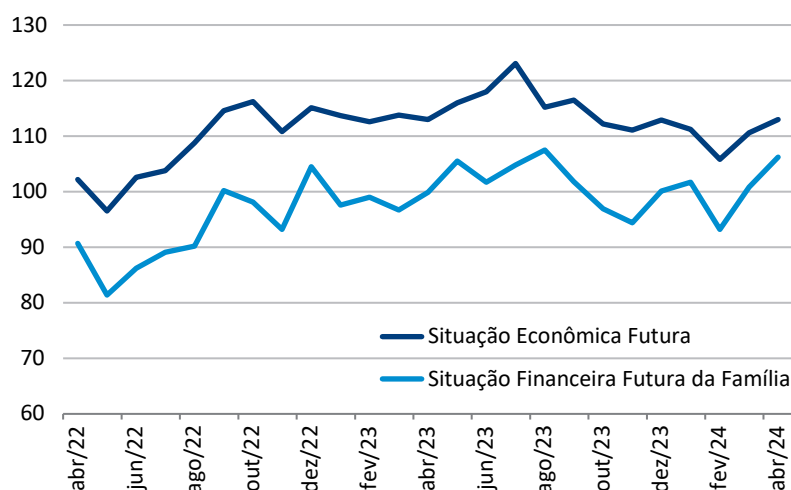


Fonte: FGV IBRE.

No caso da confiança dos consumidores, apesar da sequência de dois resultados positivos no bimestre março-abril, o acumulado desses dois meses apenas compensa as quedas ocorridas no início do ano, fazendo com que o índice retorne ao patamar de dezembro de 2023. A recuperação recente tem sido influenciada por melhora das expectativas, uma tendência mais notável nos quesitos sobre a situação econômica geral e financeira da família, que retornam ao nível médio de 2023.

Gráfico 3: Indicadores de futuro da Sondagem do Consumidor

(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

Por fim, foi realizada uma prévia com dados coletados até o dia 13 deste mês, sugerindo queda tanto no ICE quanto no ICC. Mas é preciso cautela com o resultado porque, além da coleta ainda incompleta de dados, o desastre climático do Rio Grande do Sul tem dificultado a obtenção de dados, tornando ainda incerto o impacto, certamente negativo, da grave situação no Estado sobre o resultado do mês.

Em resumo, os dados de confiança vêm apresentando um ritmo moderado de crescimento nos últimos meses, sugerindo uma economia mais aquecida no início de 2024. Os consumidores observam melhoras no mercado de trabalho e recomposição da renda, o que influencia nas avaliações mais favoráveis sobre a economia. No lado empresarial, o resultado positivo de abril teve forte impacto do setor Comércio, que anteriormente era o segmento que destoava dos demais pelo nível muito baixo de confiança. Depois de um 2023 desafiador, o setor vem se recuperando agora, em linha com a evolução da confiança do consumidor. Para o próximo resultado, ainda é incerto o efeito dos eventos no Sul na confiança agregada, mas os primeiros sinais são bastante negativos.

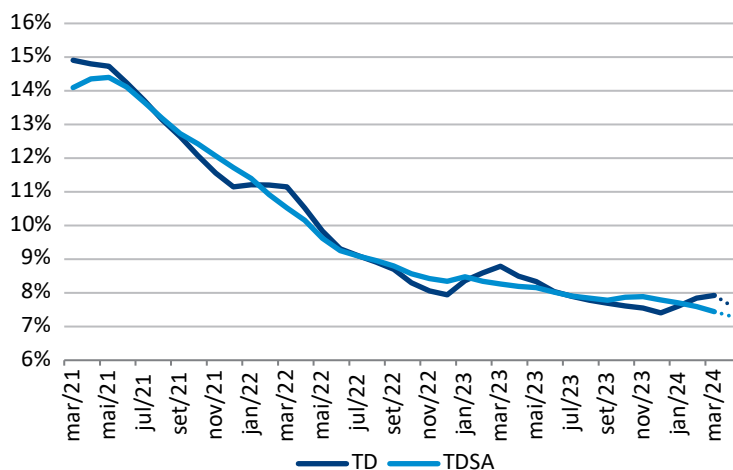
Mercado de trabalho

Taxa de desemprego no Brasil cai para seu nível mais baixo desde fevereiro de 2015, com expectativa de novas quedas, enquanto rendimentos cresceram aceleradamente em 2023, tanto com renda privada quanto pública acelerando o crescimento. Geração de empregos excede as projeções novamente, com continuidade desse movimento

Daniel Duque

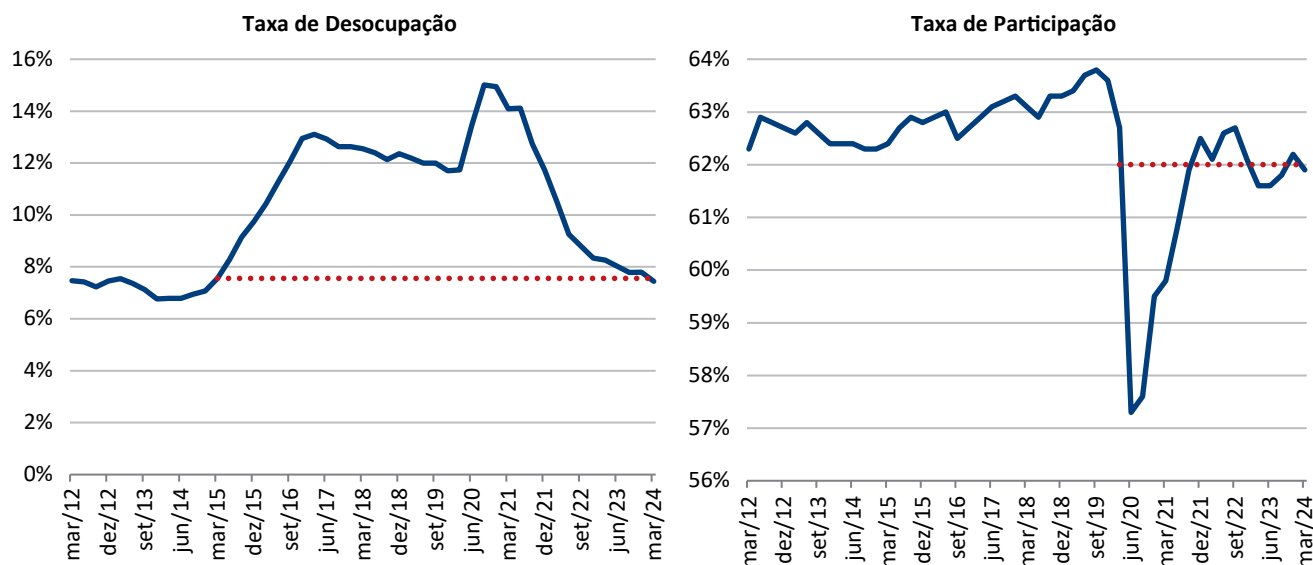
A edição de março de 2024 da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), mostrou que o trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 7,9%, abaixo do nível projetado pelo FGV IBRE. Em termos dessazonalizados, o percentual caiu de 7,4 para 7,3% - o menor nível desde fevereiro de 2015, como mostra o Gráfico a seguir. Para abril, projeta-se redução para 7,6%, o que seria equivalente a uma queda para 7,3% na série dessazonalizada.

Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2021-24 (em %)



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

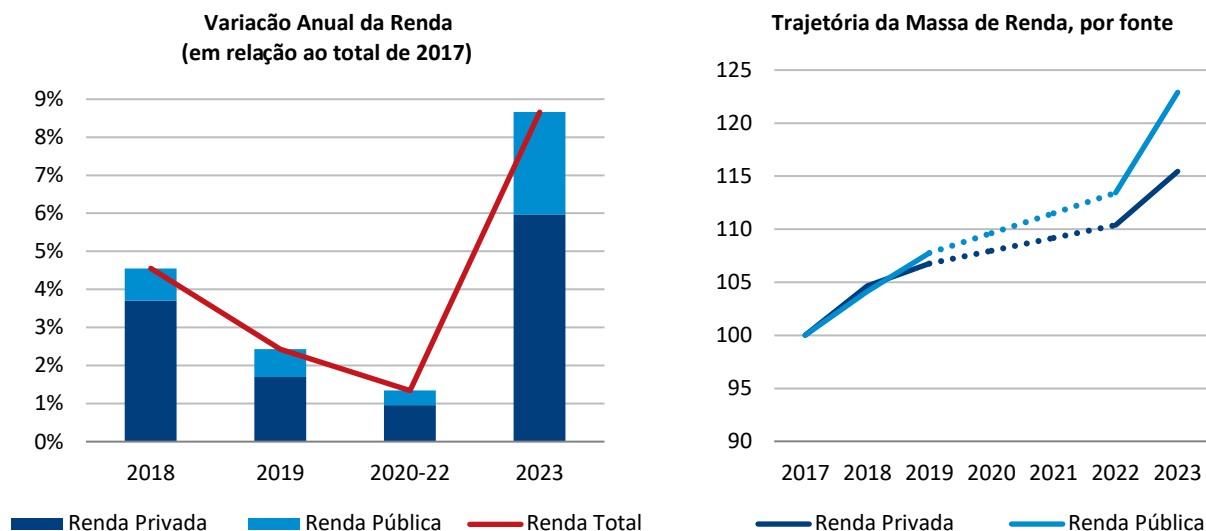
Gráfico 5: Taxas de Desemprego e Participação



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE. Obs: Taxa de Desemprego Dessazonalizada.

O IBGE divulgou a PNADC Anual de 2023, com todas as fontes de renda elucidadas. Dividindo a renda entre duas categorias: Renda Privada³ e Renda Pública⁴, é possível ver a contribuição de cada uma para o crescimento da renda total.

Gráfico 6: Massa de Rendimentos Real



Fonte: PNADC Anual (IBGE). Elaboração: FGV IBRE. Obs: O ano de 2022 mostra a variação acumulada desde 2019

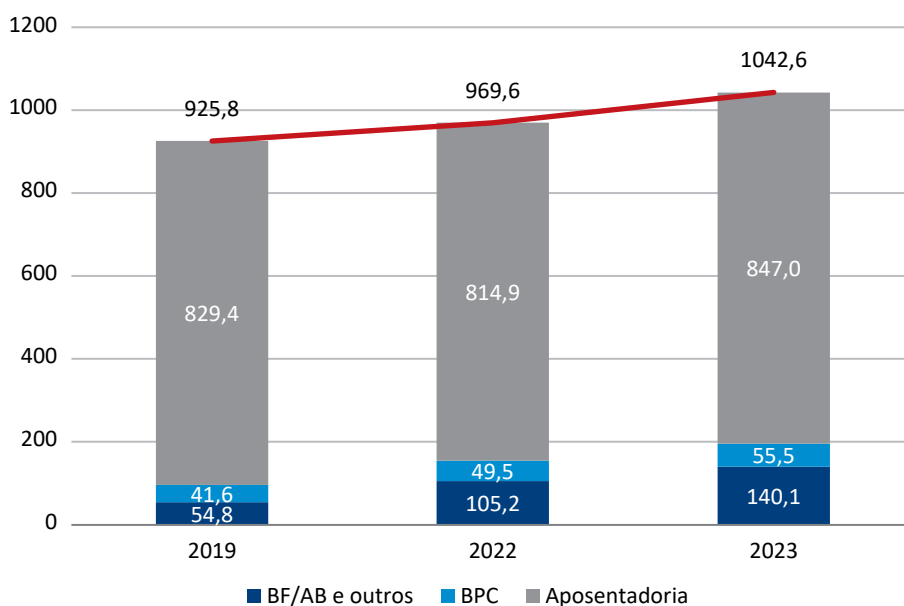
³Renda do Trabalho, pensão alimentícia, doação, aluguel, aplicações financeiras, etc...

⁴Aposentadoria, BPC, Bolsa Família/Auxílio Brasil, Seguro Desemprego, Abono Salarial, etc...

O primeiro gráfico mostra que, em 2018, houve aumento modesto na renda total, mas com redução no ritmo de crescimento em 2019 e novamente na média de 2020-22. Já em 2023, a renda total apresentou significativa aceleração do crescimento, com contribuições semelhantes de ambas as categorias, mas com a renda privada contribuindo um pouco mais. O segundo gráfico mostra um crescimento constante da renda privada ao longo do período, partindo de uma base de 100 em 2017 e atingindo aproximadamente 115 em 2023. A renda pública cresce em ritmo semelhante até 2019, e então experimenta um aumento significativo entre 2020-22, ultrapassando a renda privada, e alcançando cerca de 125 em 2023. Esse padrão sugere uma aceleração no crescimento da renda pública nos últimos anos comparado com um crescimento mais moderado e constante da renda privada.

O Gráfico abaixo, por sua vez, separa a massa de renda pública por suas principais fontes: aposentadorias, BPC, Bolsa Família e demais transferências. Os valores são anuais, a preços do último trimestre de 2023.

Gráfico 7: Massa de Rendimentos Públicos por Componente (real)

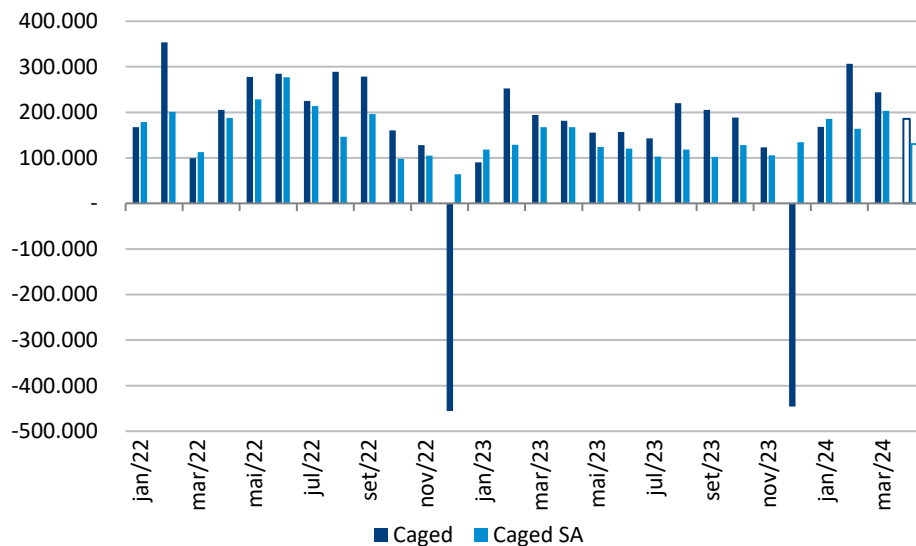


Fonte: PNADC Anual (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

Observa-se uma predominância consistente da categoria “Aposentadoria” ao longo dos anos, embora sua proporção total na renda pública tenha sofrido uma leve redução – e mesmo redução em níveis absolutos entre 2019 e 2022. Por outro lado, as categorias “BPC” e “BF/AB e outros” mostram um crescimento relativo no mesmo período, com o último apresentando um aumento mais acentuado. A tendência geral da renda pública é de crescimento ao longo dos anos analisados, apesar das variações observadas nas contribuições específicas de cada fonte.

O Caged, por fim, mostrou em março de 2024 um saldo de 244,3 mil vagas, cerca de o dobro do projetado pelo FGV IBRE, de 123 mil. Com ajuste sazonal, o saldo acelerou em relação ao nível do mês anterior, de 163 mil para 203,5 mil. Para abril, projeta-se um saldo de 185,7 mil postos de trabalho, o que corresponde a um crescimento para 130,5 mil quando aplicado ajuste sazonal.

Gráfico 8: Saldo de Vagas do Caged em 2022-24



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

Inflação

Impactos Climáticos e Pressões Inflacionárias: Análise do IPCA de abril

André Braz e Matheus Dias

O IPCA de abril apresentou aumento de 0,38%, ligeiramente acima da expectativa do mercado de 0,35%. Essa aceleração da inflação de março para abril foi impulsionada principalmente pelo aumento nos preços dos alimentos in natura, com destaque para tubérculos, raízes, legumes e frutas.

Além dos alimentos in natura, o índice também foi impactado pelos preços dos medicamentos e pela variação no preço da gasolina.

No último Boletim Macro, destacamos a expectativa de que os preços dos alimentos diminuíssem com a chegada do outono, uma estação historicamente mais amena e favorável à oferta de alimentos in natura. No entanto, essa expectativa não se concretizou devido aos desafios climáticos recentes. O aumento das temperaturas acelerou a maturação de alimentos sensíveis à variação climática, como tomate, cebola e mamão, que juntos responderam por aproximadamente 30% do resultado do IPCA de abril.

O segundo fator de pressão sobre o IPCA foi o reajuste de até 4,5% nos preços dos medicamentos autorizado pelo CMED. Os produtos farmacêuticos registraram uma variação de 2,84%, contribuindo com 0,1 ponto percentual (p.p.) para o IPCA de abril. Embora a expectativa seja que esse impacto se dissipe nos próximos meses, em maio o percentual restante do reajuste ainda não captado deverá manter o grupo saúde em destaque.

O grupo Transportes também se destacou na apuração de abril. A gasolina teve aumento de 1,5%, registrando alta de 1,29 p.p. em relação a março de 2024. Devido ao seu peso significativo no IPCA, essa alta contribuiu com 0,07 p.p. para o aumento de 0,38% do índice.

Para maio, a inflação sofrerá impacto da tragédia climática sem precedentes no Rio Grande do Sul, com milhões de pessoas afetadas, milhares de desabrigados e centenas de mortos e desaparecidos. Segundo a FIERGS, as enchentes afetaram cerca de 80% da atividade econômicas do estado, com destaque para o setor de alimentos. O Rio Grande do Sul é o maior produtor de arroz do Brasil, respondendo por aproximadamente 70% da produção nacional, o que equivale a pouco mais de 7,5 milhões de toneladas. Desse total, 80% já foi colhido, mas ainda não há estimativas exatas das perdas. Além disso, as enchentes causaram gargalos logísticos, dificultando o escoamento da produção. A CONAB esperava uma produção de 10 milhões de toneladas de arroz para 2024, mas esse número pode não ser alcançado devido aos efeitos das chuvas.

Segundo o Monitor da Inflação, a variação do arroz continua negativa, com uma variação média de -0,7% nos últimos trinta dias encerrados em 14 de maio. No final de abril, a queda no preço era de 1,6%, ainda segundo o Monitor da Inflação. Em Porto Alegre, considerando os desafios para a coleta de preços no varejo, o preço do arroz passou de -4,4% no final de abril para -2,9% nos últimos trinta dias encerrados em 14 de maio.

Quanto à inflação média esperada para maio, o Monitor da Inflação antecipa taxa em torno de 0,4%. Apesar disso, ainda não se observa uma inflação destacada para alimentos no domicílio, que fecharam o mês de abril com alta de 1,0%. Segundo a leitura do Monitor, esses alimentos poderão subir 0,5% em maio, metade da elevação registrada no mês passado. Essa expectativa pode se modificar à medida que a coleta de preços for normalizada no Sul e os impactos das chuvas forem devidamente contabilizados.

Política monetária

Novos e antigos obstáculos à convergência da inflação para a meta

José Júlio Senna

Combater a inflação é sempre uma tarefa complexa e custosa. Entre nós, o surto inflacionário trazido pela pandemia vem sendo enfrentado, com especial firmeza, desde 2021. Desse período para cá, os juros reais de política monetária têm sido mantidos em território contracionista, ou seja, acima da taxa considerada neutra pelo Banco Central. São quase três anos de política monetária apertada.

Relatórios recentes de inflação mostram que o esforço tem produzido frutos, embora não tão robustos quanto seria desejável. O principal obstáculo à obtenção de resultados melhores talvez seja a forte expansão fiscal dos últimos anos, fator explicativo básico da boa performance da atividade econômica e do quadro aquecido no mercado de trabalho. Houvesse maior harmonia entre as políticas fiscal e monetária, no sentido de ambas privilegiarem o combate à inflação, seguramente teríamos avançado mais na busca da meta de inflação.

O momento atual deixa claro que os obstáculos a avanços adicionais na conquista da meta de inflação aumentaram substancialmente. Tudo indica que a economia continua apresentando significativo vigor, a despeito dos efeitos da tragédia enfrentada no Rio Grande do Sul, e que, no mercado de trabalho, os salários crescem em termos reais acima do que seria justificado pelos recentes ganhos de produtividade do trabalhador brasileiro.

Mas não é só isso. As expectativas inflacionárias têm se elevado. A pesquisa Focus indica inflação esperada de 3,66% (mediana) para 2025, enquanto expectativas para 2026 e 2027 permanecem em 3,5%, mas

com claro viés de alta, a julgar pelo comportamento ascendente da média das estimativas e pelas revisões altistas dos pesquisadores que mais recentemente modificaram os seus números. São percentuais distantes da meta de 3,0%.

O Banco Central, que até o último Copom considerava as expectativas apenas parcialmente ancoradas, já as considera desancoradas. O mais grave é que o BC não tem controle sobre o comportamento dessas expectativas, influenciadas, basicamente, pelo desconforto do mercado com a maneira como se conduz a política fiscal, e pelas incertezas associadas à troca de comando no BC na virada do corrente ano.

As preocupações aumentam quando nos detemos no exame do comportamento recente de certas variáveis. Desde o início do ano, observa-se nítida tendência de elevação da cotação do dólar, dos juros prefixados, dos juros reais das NTN-Bs, e das inflações implícitas. Ao mesmo tempo, lá fora, especialmente nos EUA, já não se tem mais a mesma convicção de antes de que a inflação caminha efetivamente para a meta.

Esse ambiente macroeconômico mais adverso ganhou impulso extra quando, em meados de abril, o governo decidiu modificar as metas fiscais para este e para os próximos anos, deixando cada vez mais clara a inexistência de apetite para conter a expansão dos gastos públicos. Tais gastos certamente ganharão renovado impulso diante da necessidade de ajuda emergencial e de reconstrução do Estado do Rio Grande do Sul. Não se discute o imperativo de ações nesse sentido. Lamenta-se apenas que, historicamente, nossa política fiscal seja conduzida sem deixar espaço para que catástrofes como a atual possam ser enfrentadas sem acarretar maiores prejuízos para as contas públicas.

Diante de tudo isso, não surpreende que o presidente do Banco Central tenha anunciado, em 17 de abril, a possibilidade de descumprir o guidance de queda adicional da Selic em 50 pontos. E que no Copom de 08 de maio o Comitê tenha optado por 25 pontos de queda, abstendo-se de sinalizar novo movimento de queda.

Os quatro dirigentes do BC que preferiam dar continuidade às quedas de 50 pontos temiam o custo de descumprir o guidance e acreditavam que, dado o elevado grau de aperto monetário em curso, 50 pontos adicionais de queda não prejudicariam a convergência da inflação para a meta.

Argumentação como essa última deixa a impressão de que poderá haver nova divergência nos votos dos dirigentes do BC por ocasião do Copom de junho. Os que queriam queda adicional de 50 pontos poderão defender redução adicional da Selic de 25 pontos, em contraste com a possível preferência da atual maioria do Copom por deixar a Selic estável.

Tal raciocínio parte do pressuposto de que o tom hawkish do comunicado e da ata do Copom não parece combinar com afrouxamento monetário adicional. De qualquer modo, é pouco provável que a Selic chegue a um dígito em 2024. O mais razoável é esperar que teremos, no máximo, uma queda adicional de 25 pontos.

Política fiscal

Resultado primário: Avaliação do resultado primário no 1º trimestre de 2024

Manoel Pires

Tendo sido divulgado os dados de Resultado do Tesouro Nacional de março de 2024, já é possível realizar uma primeira avaliação do desempenho das contas públicas, tendo como base o primeiro trimestre do ano, de modo a explorar tendências e estabelecer desafios para as contas públicas.

A receita total do Governo Federal cresceu 8,9% em termos reais no primeiro trimestre de 2024. O aumento se dá de forma praticamente generalizada. Os principais destaques, com crescimento real entre parêntesis, são: IPI (22,8%), imposto de renda retido na fonte (13,5%), PIS/Cofins (25,9% e 23,8%, respectivamente), dividendos e participações (7,6%), contribuição previdenciária dos servidores (14,3%) e receita da previdência social (6,3%).

Apresentaram queda a receita de concessões (-44,4%) e de royalties (-3,2%). Em termos de perspectiva, a queda das concessões deve seguir dessa forma ao longo do ano tendo em vista as informações de que não será possível obter a arrecadação esperada no acordo de outorgas com a Vale.

Em função das transferências para Estados e Municípios, o crescimento de receita líquida do Governo é um pouco maior do que a arrecadação total, tendo crescido 9,1%.

Os dados preliminares para abril, divulgados pelo IPEA, indicam manutenção desse desempenho com uma pequena desaceleração na margem⁵. Segundo a publicação, a arrecadação bruta real em abril cresceu 8,2% em termos reais em relação ao mesmo mês do ano passado, ao passo que a arrecadação líquida cresceu 9,1% nessa mesma base de comparação (ver tabela 2).

A arrecadação líquida como proporção do PIB no primeiro trimestre atingiu 19,4% do PIB, contra 18,2% do PIB em igual período do ano anterior. A arrecadação prevista no orçamento para o ano, de acordo com o 1º Relatório Bimestral de Receitas e Despesas, está estimada em 18,8% do PIB. O desempenho da arrecadação até o momento é, portanto, muito bom. É importante apenas observar que algumas medidas tiveram forte entrada no primeiro trimestre e, portanto, esse padrão deve ser replicado com muito cuidado como tendência para o restante do ano.

Pelo lado da despesa primária, o crescimento real também é bastante forte, tendo atingido 12,9% no primeiro trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior. No entanto, é importante excluir da base de comparação o pagamento de precatórios que foi antecipado integralmente para fevereiro, impactando bastante esse cálculo. Procedendo dessa forma, o crescimento real das despesas primárias totais ex-precatórios foi de 5,8%, ou seja, menor do que o crescimento das receitas. Chama atenção o crescimento real do item “outras despesas obrigatórias”, que atingiu 8,3%, patamar bastante elevado mesmo excluindo o pagamento extraordinário de precatórios.

Na base de despesa, excluindo precatórios, as despesas com pessoal crescem 2,5% e as da previdência crescem 4,6%. As despesas com controle de fluxo crescem 5,1% e as discricionárias cresceram 21,7%, sempre em termos reais (ver tabela 3).

⁵IPEA (2024). “Estimativa preliminar do resultado primário do governo central em abril de 2024”. Carta de Conjuntura, número 63.

Tabela 2: Desempenho real da arrecadação federal

Discriminação	1º Tri 2023	1º Tri 2024	Cresc. Real
- RECEITA TOTAL	615.634,2	670.290,0	8,9%
Receita Administrada pela RFB	400.021,1	443.151,6	10,8%
Imposto sobre a Importação	14.093,9	15.510,4	10,1%
IPI	14.264,6	17.516,8	22,8%
Imposto sobre a Renda	206.543,4	220.635,6	6,8%
I.R. - Pessoa Física	7.151,1	7.373,5	3,1%
I.R. - Pessoa Jurídica	95.061,4	94.812,6	-0,3%
I.R. - Retido na fonte	104.330,9	118.449,4	13,5%
IOF	15.527,0	15.853,8	2,1%
Cofins	70.175,5	86.875,2	23,8%
PIS/Pasep	20.769,5	26.144,5	25,9%
CSLL	51.103,2	54.045,0	5,8%
Combustíveis	-178,3	737,7	-513,8%
Outras Receitas Administradas pela RFB	7.722,3	5.832,4	-24,5%
Arrecadação Líquida para o RGPS	142.162,0	151.189,1	6,3%
Receitas Não Administradas pela RFB	73.451,1	75.949,3	3,4%
Concessões e Permissões	2.087,8	1.161,6	-44,4%
Dividendos e Participações	9.142,4	9.841,5	7,6%
Contr. Plano de Seguridade Social do Servidor	3.930,0	4.493,2	14,3%
Receitas de Exploração de Recursos Naturais	30.243,7	29.274,3	-3,2%
Receitas Próprias (fontes 50, 81 e 82)	5.633,1	5.938,0	5,4%
Contribuição do Salário Educação	7.426,9	7.555,0	1,7%
Demais Receitas Não Administradas pela RFB	14.987,2	17.685,7	18,0%
- TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	123.779,1	133.501,1	7,9%
- RECEITA LÍQUIDA	491.855,1	536.788,8	9,1%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Tabela 3: Desempenho da Despesa Primária real excluindo o pagamento de precatórios

Discriminação	1º Tri 2023	1º Tri 2024	Cresc. Real
DESPESA EX PRECATÓRIOS	453.307,4	479.469,2	5,8%
- Pessoal	84.603,6	86.698,7	2,5%
- Previdência	199.288,9	208.458,2	4,6%
- Outras obrigatórias	65.769,1	71.249,0	8,3%
- Com controle de fluxo	78.781,2	82.810,1	5,1%
- Discricionárias	24.864,6	30.253,3	21,7%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

A despesa primária total no primeiro trimestre atingiu 18,7% do PIB contra 17% do PIB no primeiro trimestre de 2023, uma variação de 1,7 p.p. do PIB. Excluindo os precatórios, a despesa primária acelerou de 16,8% do PIB para 17,3% do PIB, uma aceleração de 0,5 p.p. do PIB quando a base é comparável. O 1º Relatório de avaliação bimestral estimou as despesas em 18,9% do PIB. Considerando os precatórios, o primeiro trimestre ficou próximo do estimado para o ano. O desafio será manter esse patamar tendo em conta o crescimento de algumas rubricas importantes.

A prévia do resultado de abril publicado pelo IPEA indica que o gasto primário total cresceu 12,2% em termos reais na comparação com abril do ano passado. Essa taxa é muito elevada, principalmente tendo em vista que o mês não foi impactado pelas despesas com precatórios.

A busca pela meta de resultado fiscal dependerá da capacidade de o governo manter o elevado padrão de arrecadação do primeiro trimestre, que deve perder alguma força ao longo do ano em função de uma série de atipicidades e não recorrências decorrentes das medidas tributárias aprovadas e do controle da despesa obrigatória. Nesse sentido, os itens que mais apresentaram crescimento foram a Previdência, BPC, FUNDEB e gastos associados com a saúde.

A tragédia do Rio Grande do Sul evidentemente requer apoio do Governo Federal e a primeira medida mais concreta foi a aprovação do Decreto de Calamidade, que dispensou a União de cumprimento da meta fiscal no que tange ao gastos e renúncias fiscais destinadas a tratar dessa crise. Em outras palavras, as decisões fiscais decorrentes dessa ajuda não serão computadas para aferição do cumprimento da meta de resultado primário.

A ajuda ao Estado do Rio Grande do Sul se assemelha muito ao que foi feito durante a pandemia. Muitos negócios estarão impedidos de funcionar por algum tempo, haverá aumento do desemprego na região, aumento da demanda por saúde pública e necessidade de investimentos públicos para reconstruir a região.

O governo publicou Medida Provisória para um crédito extraordinário de R\$ 12,2 bilhões e apresentou proposta de suspensão do pagamento da dívida do Governo Estadual por três anos para reforçar o caixa do Estado, com impacto estimado em R\$ 23 bilhões. A primeira medida terá impacto primário e a segunda apenas impacto financeiro.

Também deverá ocorrer algum tipo de alívio tributário, pois as empresas terão muita dificuldade para pagar seus impostos e o preço de alguns produtos essenciais deve ser elevado e reduzir esses impostos pode aliviar as famílias de baixa renda. O aumento do desemprego deverá ser compensado com transferências de renda e deverá ocorrer um aporte ao governo do Estado para financiar sua perda de receita e o necessário aumento dos investimentos. Esses valores ainda devem subir bastante.

Do ponto de vista do acompanhamento fiscal, será difícil separar a perda de arrecadação em decorrência das medidas adotadas da perda de arrecadação a ser gerada pela desaceleração econômica no Estado. Assim, a aferição exata desse impacto fiscal será difícil de ser mensurada, assim como o monitoramento do cumprimento da meta fiscal do governo federal.

Do ponto de vista de finanças públicas, é importante separar a questão estrutural, que segue em ajuste, da ajuda necessária para reconstruir o RS, pois o impacto dessa tragédia levará alguns anos para ser mitigado. Nesse aspecto cabem duas observações: (i) com esse choque deveremos ter mais um ano com elevado déficit nominal, o que coloca em pressão o financiamento da dívida pública em um contexto de condições financeiras mais adversas do que no ano anterior; (ii) as autoridades políticas do país devem criar condições para que o orçamento público seja capaz de lidar com esses eventos de maneira eficaz, pois infelizmente eles devem se tornar mais frequentes.

Setor externo

Porto seguro

Livio Ribeiro

Nossas últimas atualizações do cenário externo, feitas nos Boletins Macro do 3º e 4º trimestres de 2023, foram marcadas pela solidez: com resultados comerciais sólidos e déficits externos contidos, os dados de conta corrente e balanço de pagamentos constituíram uma “ilha de tranquilidade” no debate macroeconômico nacional.

Com efeito, os resultados de 2023 confirmaram esse tom benigno. A balança comercial atingiu o superávit histórico de US\$ 98,9bi, e o déficit em conta corrente foi reduzido a US\$ 30,8bi (ou -1,4% do PIB). Em cenário de menor necessidade de financiamento externo e fontes de recursos abundantes, os ativos de reserva de elevaram em pouco mais de US\$ 21bi no ano passado. Consolidado o desempenho positivo, ficou a pergunta: o espetacular resultado de 2023 foi pontual, ou há razões para acreditar em persistência? Essa é a essência de nossa análise neste artigo.

Grande parte da surpresa de 2023 ocorreu no saldo comercial; logo, faz sentido que a análise do comércio exterior seja o ponto inicial. Como se pode ver na tabela 4, revisamos, recorrentemente, as nossas projeções para o saldo comercial de 2024; no entanto, mais recentemente, observa-se certa moderação no ritmo de revisões e, mais importante, consolida-se um cenário de saldo comercial inferior ao do ano passado.

Tabela 4: Projeções para o saldo comercial (SISCOMEX, US\$ bi)

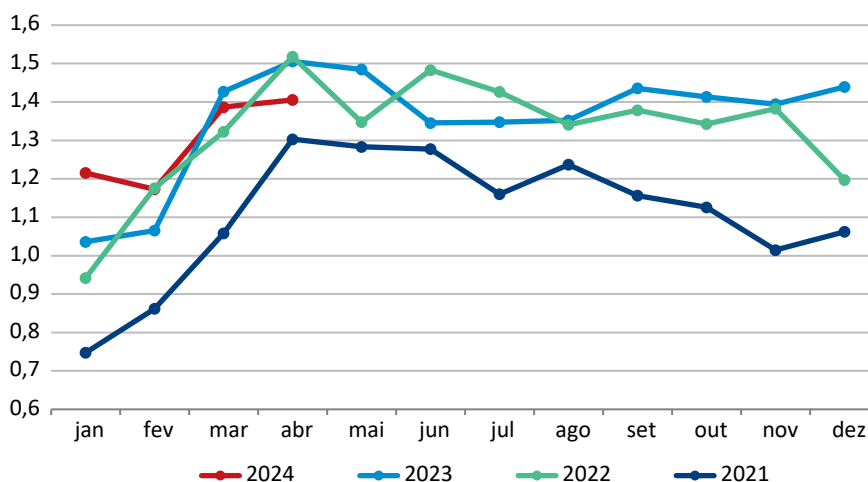
	Projeção do saldo comercial em 2024 (SISCOMEX, US\$ bi)								
	set/23	out/23	nov/23	dez/23	jan/24	fev/24	mar/24	abr/24	mai/24
Exportações	315,9	317,4	323,2	323,4	328,3	331,7	336,5	338,8	340,8
Importações	255,8	257,1	254,2	248,1	246,7	246,5	249,9	253,2	253,1
Saldo	60,1	60,3	69,0	75,3	81,6	85,2	86,6	85,6	87,7

Fonte: FGV IBRE.

É importante ter em mente que, desde 2023, há certo descasamento entre o comportamento dos fundamentos do comércio exterior (grosso modo, diferencial de crescimento entre o mundo e o Brasil, termos de troca e taxa de câmbio) e o efetivo resultado comercial – dados os fundamentos, o superávit comercial deveria ter sido menor no ano passado. Tal comentário reforça a importância crescente de uma análise microeconômica para entender os resultados comerciais brasileiros no curtíssimo prazo, com impacto tanto sobre as exportações como sobre as importações.

Se trouxermos isso ao debate, a discussão de 2024 ganha, de fato, contornos um pouco mais negativos. Do lado das exportações, a contribuição da agropecuária será menor que a observada no ano passado, e o crescimento da produção de petróleo, mesmo que sólido, tende a ocorrer em ritmo inferior. O desempenho mensal das exportações sugere números levemente inferiores aos de 2023 no primeiro quadrimestre do ano (gráfico 9), mas entendemos que as questões vão, de fato, começar a aparecer a partir de maio, com o escoamento da (menor) safra 2023/2024.

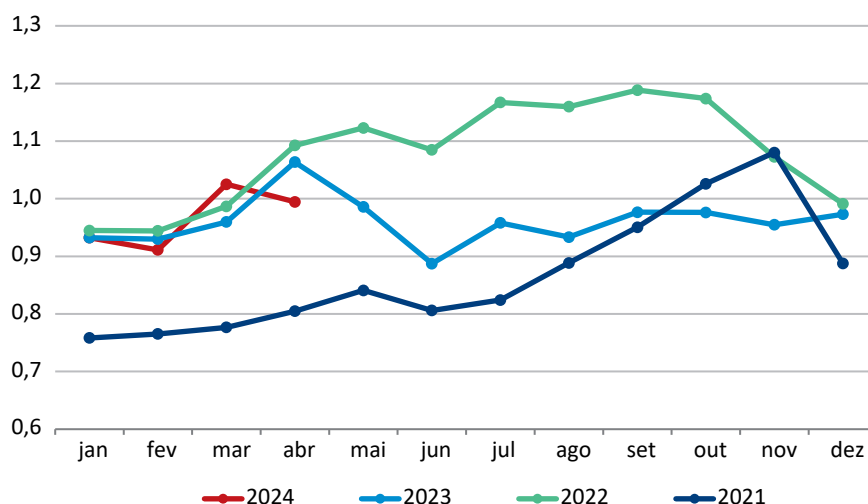
Gráfico 9: Média diária de exportações (US\$ bi)



Fonte: SISCOMEX.

Já do lado das importações, o fraquíssimo desempenho de 2023 tende a se manter nos combustíveis (respeitada a política de subsídios da Petrobras, que expulsa o importador independente do mercado ao praticar preços inferiores à paridade internacional), mas entendemos que as compras externas de bens tendem a subir em cenário de promoção da absorção interna, seja via consumo, seja via investimentos. O teste de uso dessa hipótese começará agora, depois de um desempenho no primeiro quadrimestre do ano virtualmente igual ao observado em 2023 (gráfico 10).

Gráfico 10: Média diária de importações (US\$ bi)



Fonte: SISCOMEX.

Note-se, ainda, que precisamos avaliar os efeitos da tragédia climática no Rio Grande do Sul sobre a balança comercial. Quantificá-lo ainda é difícil, mas parece-nos que a direção será negativa: a produção agropecuária sofrerá, há cadeias industriais relevantes que enfrentarão, pelo menos, um longo inverno logístico, e os gastos

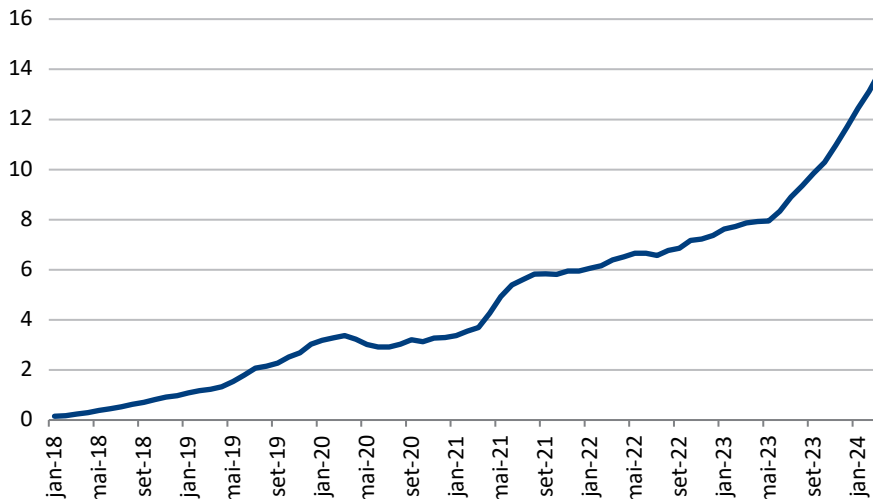
com a reconstrução do estado devem pressionar os investimentos no decorrer do ano, o que, tipicamente, se traduz em maior absorção de bens do exterior. Estamos confortáveis com nosso cenário de saldo comercial de pouco menos de US\$ 90bi em 2024, aproximadamente 10% inferior ao registrado em 2023, e vemos, hoje, alguma assimetria negativa para a projeção.

Passando ao debate de conta corrente e balanço de pagamentos, é importante lembrar que é necessária uma tradução do saldo comercial SISCOMEX (compilado pelo MDIC) para o saldo comercial BPM6 (compilado pelo Banco Central, para fins do balanço de pagamentos). Já apontamos inúmeras vezes que essa diferença tem crescido nos últimos anos, tendo chegado a US\$ 18,1bi no ano passado – ou seja, para um saldo SISCO-MEX de US\$ 98,9bi, tivemos um saldo BPM6 de US\$ 80,6bi.

Talvez mais importante do que a diferença em si, há uma mudança no perfil do ajuste da balança comercial entre as duas metodologias. Nos últimos meses, aumenta enormemente a proporção de importação (líquida) de criptoativos, sendo este o principal fator a afastar as duas métricas de saldo comercial. Em 12 meses, a trajetória das importações líquidas é explosiva (gráfico 11), e não vemos qualquer sinal de moderação no curto prazo. Estimamos que as importações líquidas de criptoativos atinjam aproximadamente US\$ 18bi em 2024, implicando uma diferença entre os saldos comerciais SISCOMEX e BPM6 de pouco mais de US\$ 22bi – o que, se confirmado, será um recorde histórico.

Gráfico 11: Importações líquidas de criptoativos

(US\$bi, acumulado em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Feitas essas importantes ressalvas, seguimos esperando resultados em conta corrente benignos em 2024, mesmo que nossas projeções tenham piorado desde o final do ano passado. A tabela 5 elenca as principais mudanças no nosso cenário esperado, e, também, acompanha as revisões da projeção oficial do Banco Central, entre os Relatórios de Inflação do final de 2023 e do início de 2024. Fica evidente que, individualmente, as revisões mais importantes ocorreram na balança comercial, e a elevada incerteza prospectiva deve manter os números “instáveis”. Ainda assim, é difícil argumentar que os déficits projetados agora mais elevados, na casa de 2,0% do PIB, sejam motivo para grande preocupação.

Tabela 5: Projeção de conta corrente

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

	2023	2024			
		FGV IBRE (nov/23)	BCB (RTI dez/23)	BCB (RTI mar/24)	FGV IBRE (abr/24)
Conta corrente	-30,8	-30,9	-35,0	-48,0	-39,6
Balança comercial	80,6	58,5	73,0	59,0	65,0
Exportações	344,4	323,6	343,0	330,0	342,0
Importações	263,8	265,1	270,0	271,0	277,1
Pagamento de juros	-27,7	-23,1	-29,0	-29,0	-26,2
Viagens	-7,6	-9,8	-12,0	-12,0	-9,0
Lucros e dividendos	-47,3	-35,2	-39,0	-39,0	-39,5
Fretes	-12,9	-11,8	-14,0	-14,0	-14,4
Outros serviços e rendas primárias	-16,8	-11,9	-14,0	-13,0	-17,5
Renda secundária	0,9	2,4			2,0
Conta corrente (%PIB)	-1,4%	-1,4%	-1,5%	-2,1%	-1,8%

Fonte: FGV e Banco Central do Brasil.

Em conclusão, não esperamos que a peculiar conjunção de fatores observada em 2023 se transmita para 2024, de forma que o déficit em conta corrente tende a aumentar este ano. Há, no entanto, grande margem para acomodar uma piora na posição deficitária, sem nenhuma evidência de que a restrição externa volte a ser relevante. O cenário piorou, mas segue muito confortável; nossas contas externas são um porto seguro.

Internacional

CPI de abril: melhora?

Samuel Pessôa

A componente internacional da piora dos mercados que ocorre desde o primeiro trimestre de 2024 está associado a três leituras mais salgadas da inflação americana. A inflação mais forte gerou forte reprecificação das taxas de juros no interbancário americano, com os impactos usuais sobre a taxa de câmbio e, principalmente, sobre a curva de juros local. No final do ano passado, o mercado chegou a precificar sete cortes de 0,25% cada da taxa básica de juros do Banco Central americano, os Fed Funds. Hoje projetam-se dois cortes.

Vale, portanto, uma análise um pouco mais detalhada da divulgação da inflação ao consumidor que ocorreu em 15 de maio referente a abril. A inflação cheia subiu +0,3% em abril de 2024 (3,7% anualizado), abaixo da expectativa de 0,4%, interrompendo uma sequência de três surpresas altistas entre janeiro e março. Nos últimos

três meses, já considerando ajustes pela sazonalidade, a inflação rodou na taxa anualizada de 4,5%. Nos 12 meses findos em abril, o CPI fechou a 3,4%.

O núcleo por exclusão subiu 0,3% (em linha com a expectativa) – arrefecendo em relação ao primeiro trimestre do ano, quando rodou a 0,4% em cada mês (3,7% em abril, vindo de 4,5% no trimestre, considerando a taxa anualizada). No acumulado de 12 meses, a alta foi de 3,6%.

Tanto quando olhamos a inflação cheia ou o núcleo por exclusão, fica claro que, nos 12 meses findos em abril, os números são menores do que no primeiro trimestre. Adicionalmente, a leitura de abril mostrou arrefecimento em relação ao primeiro trimestre, com números mais próximos à inflação em 12 meses. Teremos que esperar a divulgação de maio para sabermos se os números mais brandos de abril representam nova tendência, revertendo as três leituras bem salgadas do primeiro trimestre.

Até lá teremos que contar com algum modelo para termos alguma ideia de quão distante estamos do fim do processo de desinflação. Recentemente, o ex-presidente do Banco Central americano, Ben Bernanke, e o professor de macroeconomia do MIT e ex-economista chefe do FMI, Olivier Blanchard publicaram um paper⁶ com a atualização de um modelo estimado que pode ser empregado para simular a trajetória da inflação.

A simulação do modelo sugere que os grandes movimentos da inflação foram produzidos por inúmeros choques. Já tivemos oportunidade de discutir neste espaço. No entanto, na saída da pandemia a economia americana apresentou um mercado de trabalho muito apertado. O aperto do mercado de trabalho gera uma leve aceleração da inflação.

No entanto, tem havido um processo de redução do aperto no mercado de trabalho. A estimativa do modelo indica que a melhor variável para explicar o estado do mercado de trabalho não é a taxa de desemprego, mas sim a razão entre o número de vagas de emprego em aberto e o número de trabalhadores desempregados.

As simulações do modelo de B&B sugerem que, se a razão voltar aos valores que vigoravam antes da pandemia, a inflação retorna lentamente para a meta. Como escreveram, “uma redução da razão para seus valores que vigoravam antes da pandemia, de 1,2, produzirá uma redução da inflação ao consumidor para 2,8% no final de 2024”.⁷ A questão é quão distantes estamos desse ponto. No último dado que temos, referente a março, a razão estava na casa de 1,34. Falta um ajuste de 0,14 na razão.

Desde o pico do desequilíbrio no mercado de trabalho, que ocorreu em março de 2022, quando a razão atingiu 2,06, até março de 2024, quando ela reduziu-se para 1,2, a queda foi quase que totalmente nas vagas. A taxa de vagas caiu de 7,4% para 5,1% enquanto a taxa de desemprego elevou-se de 3,6% para 3,8%. Se a dinâmica do mercado de trabalho continuar a se comportar dessa forma pelos próximos dois meses, chegaremos em maio com a razão em 1,2 com desemprego pouco acima de 3,9%. No final do ano ou no máximo no primeiro trimestre de 2025, teríamos CPI rodando a 2,8% e próximo da meta no final de 2025.

As simulações de B&B indicam que o cenário de pouso suave ainda está sobre a mesa mesmo com as três leituras mais salgadas do primeiro trimestre.

⁶“Na Analysis of Postpandemic Inflation in 11 Economies”, <https://www.piie.com/sites/default/files/2024-05/wp24-11.pdf>.

⁷Página 33.

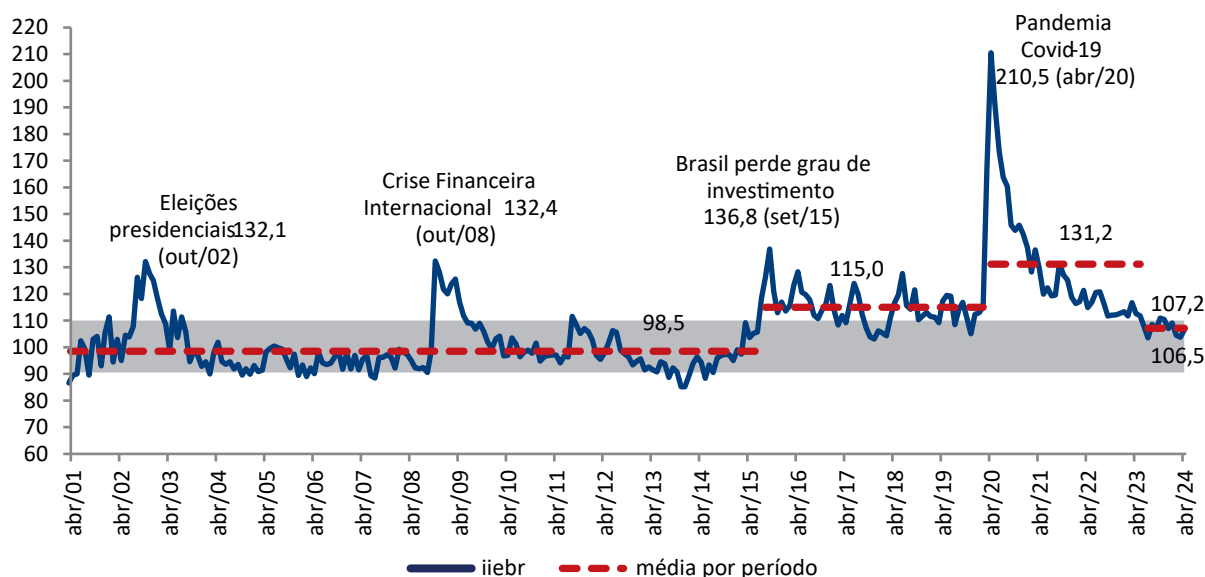
Em foco IBRE

Incerteza econômica em nível moderado, mas diante de desafios futuros

Anna Carolina Lemos Gouveia

Nos primeiros 15 anos de sua série histórica, o Indicador de Incerteza Brasil (IIE-Br) do FGV IBRE girava, em média, abaixo dos 100 pontos, refletindo um quadro mais favorável à realização de investimentos ou contratações no país. A partir de 2015, o nível de incerteza passou a registrar um “novo normal”, caracterizado por uma média muito mais elevada do que a anterior e motivado, em grandes linhas, por crises institucionais e políticas, baixo crescimento econômico e pela crise da Covid-19 a partir do início de 2020. Desde junho do ano passado, no entanto, a média do IIE-Br voltou a registrar níveis moderados de incerteza, girando próxima a 107 pontos, uma média ainda superior ao período anterior, mas abaixo dos 110 pontos, limite inferior da faixa de incerteza considerada elevada.

Gráfico 12: Indicador de Incerteza Econômica – Brasil



Fonte: FGV IBRE. Elaboração: Autora.

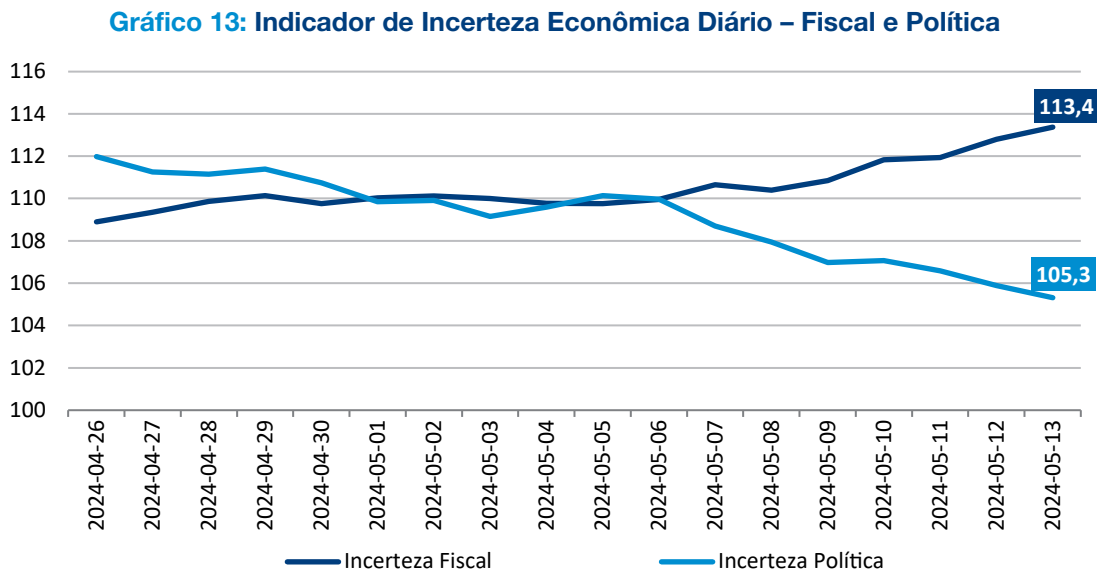
Uma combinação de fatores explica o alívio no nível de incerteza da economia nos últimos meses, como a alta do emprego e da renda e o controle da inflação. Nos últimos meses tem-se discutido e avançado sobre reformas necessárias e importantes ao desenvolvimento sustentável do país, como a tributária. A redução gradual da taxa de juros, com a política de afrouxamento monetário, também ratifica o cenário citado, concomitantemente a uma melhora da nota de crédito do Brasil nas agências de classificação de risco nas últimas semanas.

Desde o segundo semestre do ano passado, a queda do Indicador de Incerteza tem sido impulsionada, principalmente, pela queda do componente de *Expectativas*, que busca medir a dispersão das previsões das variáveis

macroeconômicas, que atingiu em abril deste ano o menor nível desde 2015. Esse resultado, por sua vez, foi impulsionado por menor dispersão nas previsões para um ano à frente, principalmente da variável Selic, seguida pelas previsões de inflação e câmbio, sugerindo menor incerteza com relação a essas variáveis na economia.

Outro fator de alívio para o nível de incerteza é a redução de turbulências políticas, que tendem a gerar ruídos e inseguranças nas tomadas de decisões. O Indicador de Incerteza Política produzido pela FGV registrou, em abril, circunstancialmente 112,0 pontos, depois de apresentar queda em 2023, chegando a ficar abaixo dos 100 pontos em julho do ano passado. A alta registrada entre março e abril decorre mais de fatores externos que internos e já ficou para trás, já que uma prévia desse indicador com dados até o dia 13 de maio vem recuando e registra o nível de 105,3 pontos.

Outro subproduto do IIE-Br é o Indicador de Incerteza Fiscal, que registrou um nível mais confortável em abril (108,9 pontos) mas vem piorando desde janeiro deste ano e dá sinais de continuidade dessa tendência na prévia com dados até 13 de maio, ao bater em 113,4 pontos. O Gráfico 13 ilustra esse aumento, motivado pelo anúncio de revisão da meta fiscal, com a revisão da meta de resultado primário para 2025 de um superávit para um déficit de 0,25% do Produto Interno Bruto (PIB), gerando deterioração na percepção de risco em relação à sustentabilidade das finanças públicas nos próximos anos. Somado a essa incerteza de natureza fiscal há um aumento da incerteza de natureza externa, relacionado ao processo de desinflação global, com a perspectiva de que a redução das taxas de juros nos Estados Unidos possa ser adiada e a queda menos acentuada.



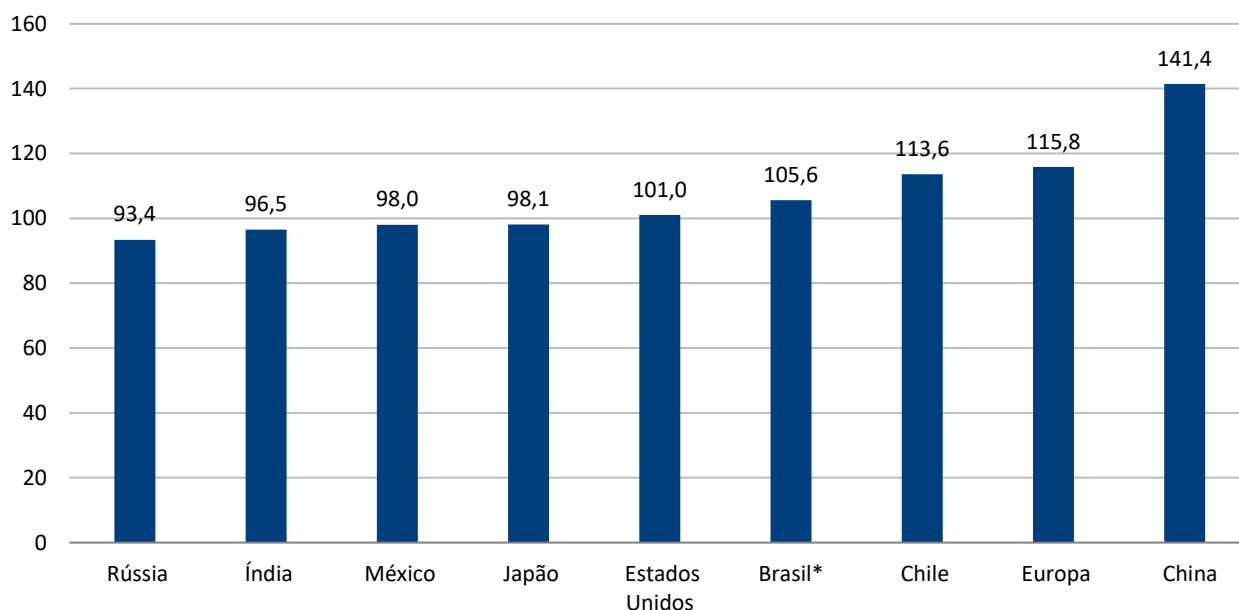
Segundo a ata do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central, os membros avaliaram que há certa *desancoragem* das expectativas de inflação no mercado, associada a incertezas no cenário externo e interno, relacionadas à questão fiscal e ao atingimento da meta de inflação para os próximos anos. Esse desenho é refletido no componente de Expectativas do IIE-Br, que apresenta tendência de alta nos últimos meses, influenciado por uma maior dispersão das previsões de mercado para inflação e Selic. A combinação dessas incertezas acaba por exercer pressão sobre o dólar e as taxas de juros de longo prazo no Brasil, potencialmente limitando a capacidade e velocidade de redução da taxa Selic nos próximos meses, tendo impactos negativos sobre o crescimento econômico.

Finalmente, em adição às incertezas externas e fiscais, é preciso considerar os desdobramentos que a tragédia na região Sul terá na economia, além dos impactos humanitários desse evento. Segundo os estudos de Cláudio Considera e Juliana Trece, as cidades atingidas pelas chuvas no Rio Grande do Sul correspondem a 92% da indústria, 91% da economia de serviços, 88% da administração pública e 79% da agropecuária do Estado. As consequências econômicas incluem interrupções na produção, danos à infraestrutura, perdas agrícolas e comerciais, aumento dos custos de reconstrução e recuperação, redução do consumo e do turismo, além de pressões sobre as finanças públicas devido aos gastos com reconstrução e assistência às áreas afetadas. Vale mencionar que essa é a primeira vez que questões climáticas afetam o indicador de incerteza econômica, antes influenciado apenas por fatores econômicos, políticos e geopolíticos. Esse é mais um sinal da urgência em abordar a questão das mudanças climáticas, dada sua influência direta na vida e no bem-estar das pessoas, especialmente as mais vulneráveis aos seus impactos.

Comparações internacionais: Brasil bem na fita

No contexto internacional, até março, o Brasil ocupa uma posição confortável, abaixo dos 110 pontos, no ranking elaborado pela autora com dados disponíveis na base do *Economic Uncertainty Project*.

Gráfico 14: Indicador de Incerteza Econômica – Brasil, Europa e alguns países do mundo



*Incerteza medida pelo componente de "mídia" do IIE-Br FGV, para possibilitar a comparação mundial Índices padronizados para refletirem média 100 e desvio 10 entre jan/2006 e dez/2015.

Fonte: Economic Policy Uncertainty Project (EPUP) e FGV IBRE. Elaboração: Autora.

Durante o segundo semestre de 2023 e o início de 2024, as incertezas sobre a economia internacional exerceram pressão sobre o IIE-Br em determinados momentos, seja por conta de um aumento do pessimismo sobre o crescimento chinês e riscos geopolíticos, seja por conta das dúvidas em relação ao caminho que a política monetária dos Estados Unidos iria seguir. Em diversos momentos, o resultado das variações positivas do IIE-Br veio sendo explicado mais por choques externos do que por incertezas internas.

Conclusão

Em conclusão, o Indicador de Incerteza parece ter deixado o patamar elevado de incerteza para flutuar em torno de uma trajetória moderada. É importante reconhecer que esses resultados são motivados pela recuperação da economia, uma maior comunicação e transparência em relação às políticas econômicas e monetárias do governo, reduções das incertezas políticas e de parte das incertezas fiscais, mesmo com sinais de enfraquecimento da economia internacional. Para os dados de maio, no entanto, prevê-se um aumento no nível de incerteza, motivado por questões externas e internas, neste caso como os ruídos de natureza fiscal e as consequências ainda desconhecidas da tragédia climática no Sul. Esses fatores tenderão a exercer pressões no indicador nos próximos meses e poderão comprometer o atual cenário de incerteza moderada.

Referências

<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2024/05/13/setor-industrial-do-rs-lidera-perdas-dizem-especialistas.ghtml>



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: Ary Oswaldo Mattos Filho, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, José Ermírio de Moraes Neto, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Marcílio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes: Aldo Floris, Alexandre Koch Torres de Assis, Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Antonio Monteiro de Castro Filho, Carlos Eduardo de Freitas, Gilberto Duarte Prado, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Marcelo José Basílio de Souza Marinho

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), General Sergio Westphalen Etchegoyen, IRB – Brasil Resseguros S.A. (Antônio Cássio dos Santos), João Alfredo Dias Lins (representante da Klabin Irmãos & Cia), 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 Petronio Augusto Siqueira de Aguiar, Alvaro Toubes Prata, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Guilherme Ary Plonski, Heloi José Fernandes Moreira, Istvan Karoly Kasznar, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Nilson Teixeira, Raphael José de Oliveira Barreto, Sandoval Carneiro Junior, 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 17 de maio 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>