


Boletim MACRO

Novembro 2022 • Nº 137



À espera do novo arcabouço fiscal

Sem dúvida, o principal tema do debate doméstico atual é qual será o arcabouço fiscal que vigorará nos próximos anos. A única certeza que temos até aqui é que o setor público terá um déficit em 2023, mas de que tamanho é muito pouco claro



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

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

Blog da CONJUNTURA
ECONÔMICA

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

À espera do novo arcabouço fiscal

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Sem dúvida, o principal tema do debate doméstico atual é qual será o arcabouço fiscal que vigorará nos próximos anos. A única certeza que temos até aqui é que o setor público terá um déficit em 2023, mas de que tamanho é muito pouco claro. E, claro, esse não é um detalhe sem importância. Pelo contrário. Adicionalmente, dependendo de que medidas sejam adotadas, as contas públicas podem operar no negativo por vários anos. Ou seja, nos próximos anos podemos ficar longe do superávit primário necessário para estabilizar a dívida pública.

A proposta da chamada PEC da Transição apresentada aos líderes do Congresso em 16 de novembro exclui do teto, para sempre, dispêndios que totalizariam R\$ 175 bi. Nesta conta temos os R\$ 600 do Auxílio Brasil, acrescidos dos R\$ 150 para famílias com crianças de até 6 anos. É importante mencionar que a prorrogação do auxílio em R\$ 600 e o adicional requereriam em torno de R\$ 70 bi, valor que não cabe dentro do teto de gastos, por isso a necessidade de se aprovar uma exceção à regra, o famoso *waiver* fiscal. Mas isso é menos de metade do valor pleiteado. Ou seja, apesar de a retórica ser que a excepcionalidade é para programas sociais, cerca de R\$ 105 bi já estavam contemplados no Orçamento e no teto e seria necessário adicionar apenas R\$ 70 bi à proposta. Consequentemente, a proposta apresentada está liberando um montante de R\$ 105 bi que não tem direcionamento definido.

Um *waiver* da ordem de R\$ 200 bi ao ano gerará uma expansão de gastos de R\$ 1 trilhão em cinco anos. Ou seja, cerca de 10% do PIB de gastos diretos, aos quais se somarão os juros que incidirão sobre a dívida pública que terá de ser emitida para financiar esse aumento de gastos.

Entre as possíveis consequências deste aumento permanente de gastos temos uma maior pressão inflacionária, através do canal de demanda, como também através do mecanismo de aumento do risco país, o que acarreta uma maior depreciação cambial, mais pressão sobre a inflação corrente e futura, contaminando as expectativas inflacionárias. Não haverá outra saída para a autoridade monetária que não reagir, iniciando um novo ciclo de aperto monetário ou pelo menos não indo em frente com a redução de juros que se projetava para o ano que vem.

Com isso, além dos impactos negativos sobre a atividade econômica, o emprego e a arrecadação tributária, teremos um aumento da despesa com juros sobre a dívida pública, dificultando ainda mais o quadro das contas públicas. No final, haverá pressão para aumento dos gastos sociais e maior endividamento público, em uma espiral que não promete resultados diferentes de quando se seguiu caminho semelhante no passado. Não há novidade aqui. Não se combate a pobreza com irresponsabilidade fiscal.

Sabemos que as decisões sobre despesas públicas são decisões políticas. Porém, é importante enfatizar que, se quisermos gastar mais com o social, temos que reduzir outros gastos não-sociais e/ou encontrar novas fontes de receitas tributárias. O problema não são os gastos sociais que são necessários, mas sim como financiá-los. E, claro, lembrando que o valor do extra-teto está bem além do necessário para aumentar os gastos com o Auxílio Brasil, o que significa que há muito mais intenção de gasto do que se justificaria por uma preocupação puramente social.

A sustentabilidade fiscal seguirá sendo o principal desafio do próximo governo. Qual será o novo arcabouço fiscal em uma economia emergente com dívida pública elevada e com alto custo de financiamento? Enquanto este arcabouço não for definido, a incerteza na economia continuará muito elevada, contribuindo para acentuar a desaceleração da atividade que está em curso.

Conforme esperado pelo Boletim Macro, a atividade desacelerou neste segundo semestre. Esperamos um crescimento de 0,6% no terceiro trimestre ante o segundo; ou seja, metade do registrado no segundo trimestre (1,2% TsT). Na margem, esperamos que apenas o PIB da agropecuária e dos serviços públicos registrem alta mais forte do que a do trimestre anterior. Mesmo assim, o protagonismo continua sendo da forte expansão do setor serviços, que deve crescer 1,1% (TsT), apenas uma ligeira desaceleração em relação ao resultado do segundo trimestre, de 1,3% (TsT). Essa tendência deve se manter no último trimestre do ano, para quando projetamos uma contração de 0,2% do PIB ante o terceiro trimestre, o que levará a um crescimento de 2,7% para o ano fechado.

Vale notar que essa projeção conta com grau de incerteza especialmente elevado, pois poderá mudar após a revisão anual do PIB de 2020, pelo IBGE, e também com a possível revisão do PIB trimestral de 2021 em diante. Estas informações só estarão disponíveis com a divulgação do PIB do terceiro trimestre, no dia 1 de dezembro.

Para 2023, esperamos, por ora, um crescimento de 0,1%, devido à forte revisão no PIB da agropecuária, para alta de 8%. Esperamos contração do PIB em todos os demais setores, como também, pelo lado da demanda, do consumo das famílias.

Além dos desafios domésticos, o cenário internacional para 2023 também continua muito desfavorável para os emergentes. O ambiente de dólar forte deve persistir, com desaceleração do crescimento mundial.

É o que mostram os Barômetros Econômicos Globais Coincidente e Antecedente do FGV IBRE¹, que voltaram a recuar em novembro, após registrarem uma discreta melhora no mês anterior. Com o resultado, o Barômetro Coincidente atinge o menor nível desde agosto de 2020, enquanto o Barômetro Antecedente é o segundo menor desde junho de 2020, superando apenas o registro de agosto passado. Segundo o comunicado, “a queda dos barômetros globais em novembro reforça a preocupação com os principais desafios para o nível de atividade nos próximos meses, ao longo de todas as regiões e da maioria dos setores. Dentre esses desafios, os destaques são o quadro inflacionário global, o conflito na Ucrânia, e os efeitos da política de tolerância zero com a Covid na China.”

Com relação à China, tema da seção Em Foco deste mês, o pesquisador Lívio Ribeiro estima um crescimento de apenas 3,2% este ano, observando que “em outubro, os indicadores qualitativos dos PMI’s (índice que mede a temperatura de alguns setores da economia de forma mais tempestiva) confirmam que as possibilidades de aceleração do crescimento este ano são parcas, mostrando uma economia em desaceleração no início do quarto trimestre, deixando uma herança negativa para 2023”.

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

- **Atividade econômica – página 7:** Os resultados dos indicadores de alta frequência vieram em linha com o nosso cenário e, por isso, mantivemos nossa projeção de crescimento de 0,6% no terceiro trimestre, na margem, e, para o ano fechado, de 2,7%. A desaceleração do crescimento é inevitável e se tornou ainda mais provável com os primeiros anúncios do governo eleito. Para 2023, mantemos nossa projeção de queda de

¹Os Barômetros Econômicos Globais são um sistema de indicadores que permite uma análise tempestiva do desenvolvimento econômico global. Eles representam uma colaboração entre o Instituto Econômico Suíço KOF da ETH Zurique, na Suíça, e a Fundação Getúlio Vargas (FGV). Ver https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2022-11/barometros-globais-kof-fgv_press-release_11_2022.pdf.

0,2% para as atividades que dependem do ciclo econômico (PIB cíclico), considerando que o forte aperto monetário deve persistir pelo menos até meados do ano que vem. Porém, revisamos a previsão de crescimento da agropecuária e, assim, do PIB agregado, que esperamos cresça 0,1%, ante previsão anterior de contração de 0,4%.

- **Expectativas de empresários e consumidores – página 10:** Os Índices de Confiança do FGV IBRE sinalizam queda acentuada em novembro, interrompendo a melhora recente no comportamento dos índices de confiança empresarial e dos consumidores. O resultado disseminado em todos os setores econômicos e para consumidores mostra uma tendência de desaceleração clara na atividade econômica, que já tinha sido precipitada anteriormente. O ano de 2023 será desafiador, com riscos fiscais e no cenário internacional, um quadro de desaquecimento que não deve ser ajudado pelos novos níveis de confiança de empresas e consumidores.
- **Mercado de trabalho – página 14:** A edição de setembro da PNAD Contínua trouxe uma Taxa de Desemprego de 8,7%, equivalente à projetada pelo FGV IBRE. Com ajuste sazonal, ela mostra queda do desemprego, de 8,9% para 8,8%, sendo esperada nova redução, para 8,7%, no trimestre móvel seguinte – uma contínua desaceleração em relação aos meses anteriores, mesmo com Taxa de Participação estável desde abril de 2022. Os rendimentos do trabalho, no entanto, aceleraram sua tendência de alta, com variação trimestral passando de 3,0% para 3,7% na renda efetivamente recebida. O movimento foi puxado tanto pelo efeito nível quanto composição. O Caged, por sua vez, mostra desaceleração, com geração de 278 mil vagas (143 mil com ajuste sazonal). Espera-se nova redução da geração de vagas para outubro, para 200 mil (128 mil com ajuste sazonal).
- **Inflação – página 17:** Sem a destacada contribuição da gasolina – combustível que registrou queda de 32,6% nos últimos quatro meses – a âncora que permitia a ocorrência de taxas negativas no IPCA foi enfraquecida, levando o índice médio a um novo patamar. Entre as novas contribuições para a aceleração da inflação estão os alimentos no domicílio. Os preços deste grupo registraram expressivo avanço de setembro (-0,9%) para outubro (0,8%), especialmente os alimentos *in natura*, pois são preços mais sensíveis às variações climáticas próprias dos meses mais quentes, sendo uma fonte transitória de pressão inflacionária. Apesar das pressões sazonais, para o médio prazo, as *commodities* agrícolas monitoradas pelo IPA antecipam desaceleração das pressões inflacionárias. Os preços do café (de -2,3% para -16,3%), das aves vivas (de -2,7% para -4,7%) e do milho (de 0,6% para -0,3%) são exemplos de *commodities* cujos os preços estão recuando frente à previsão de safras robustas e desaceleração de grande economias. Estes números registrados pelo IPA antecipam desacelerações nos preços dos alimentos ao consumidor, aliviando pressões inflacionárias no médio prazo e favorecendo a desaceleração mais forte dos preços dos alimentos.
- **Política monetária – página 18:** Como não poderia deixar de ser, debates sobre aumento de gastos públicos, sem qualquer menção a uma nova regra fiscal acabaram deixando intranquilos os mercados financeiros. Ainda por cima quando de tais debates não toma parte o futuro ministro da Fazenda, ou seja, sem a presença do “Mr. No”, aquele que põe um certo freio a demandas irrealistas., Com isso, as inflações implícitas em preços de mercado e os juros reais dos papéis indexados à inflação subiram. A curva de juros de mercado passou a contemplar a possibilidade de elevação da Selic, a curto prazo, embora a pesquisa Focus ainda não revele movimento semelhante. Tudo isso deixa claro não apenas o acerto do BC ao sinalizar que não hesitará em retomar o ciclo de alta dos juros, mas também o custo de procurar cumprir de imediato promessas de campanha, sem que se cuide adequadamente da redefinição de regras fiscais de caráter mais permanente.

- **Política fiscal – página 19:** O tema abordado nesta seção é “Cenário de consolidação fiscal também deve olhar para as receitas”. A definição do valor do *waiver* é algo que tem preocupado os analistas. A adoção de medidas de caráter permanente durante essa fase da transição reduz o incentivo para uma revisão mais geral do sistema fiscal, como se esperava. Um debate importante é sobre uma nova regra fiscal. Existem várias regras fiscais possíveis que terão que conciliar a sustentabilidade fiscal com a viabilidade do orçamento público. No entanto, ter uma análise mais criteriosa do cenário fiscal é um ponto de partida importante para se desenhar um regime fiscal crível, pensar em reformas viáveis e controlar o risco fiscal. Entre estes critérios, uma avaliação mais criteriosa sobre o cenário de receitas tributárias é fundamental. Com liderança política, bom senso e boa técnica, responsabilidades fiscal e social caminharão juntas no Brasil. Esse é desafio do presente momento.
- **Setor externo – página 21:** Enfim reconhecendo um resultado comercial bem mais modesto, a projeção oficial de saldo em conta corrente se aproximou da nossa para 2022. Neste ano, esperamos déficit em conta corrente de 2,5% do PIB. Há relevantes diferenças no déficit projetado para 2023, emanando, de novo, de diferenças nos saldos comerciais. Esperamos déficit em conta corrente de 3,7% do PIB no ano que vem.
- **Internacional – página 27:** O tema abordado nesta seção é “Economia americana: até onde vai o ciclo de elevação dos juros?”. Segundo o autor, conforme edição do Boletim Macro de outubro, há uma inconsistência nas previsões dos membros do Comitê de Política Monetária do Banco Central. Considera-se que a inflação voltará para a meta de 2% até 2024 e 2025, mas sem que haja elevação apreciável do desemprego e sem que a recessão seja muito profunda. Baseado nos resultados do artigo “Housing is the Business Cycle”, de Edward E. Leamer (2007), o autor afirma que se está construindo uma recessão na economia americana para algum momento, que ele espera que se concretize no segundo semestre de 2023. Desde o segundo trimestre de 2021 o investimento imobiliário recuou 15%. O acompanhamento da atividade no quarto trimestre de 2022, conduzido pelo Banco Central de Atlanta, sugere que teremos um novo recuo, de 2%. Ou seja, aparentemente, a construção de uma recessão já se iniciou.
- **Em foco IBRE – página 28:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Lívio Ribeiro, o tema é a Economia Chinesa.

Atividade econômica

Desaceleração na margem

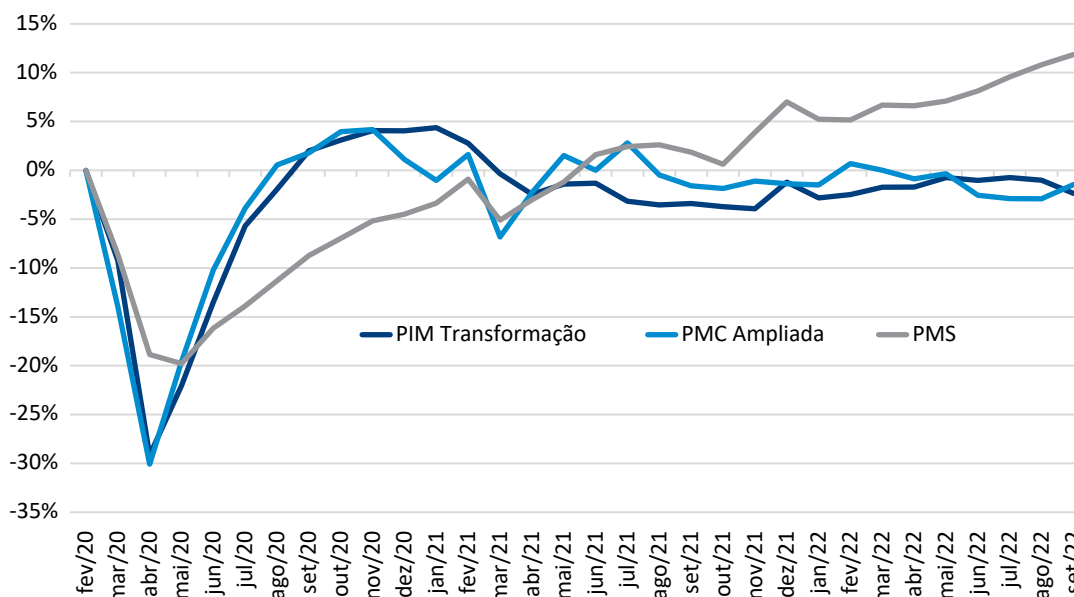
Silvia Matos, Marina Garrido e Mayara Santiago

Como já antecipamos em edições passadas do boletim macro, nossa perspectiva é de que o segundo semestre tenha um ritmo de crescimento mais lento, podendo até haver contração na margem no quarto trimestre. Mesmo com estímulos fiscais proporcionados pelo governo, o consumo das famílias fica limitado pelo menor acesso ao crédito, dado o alto nível de inadimplência e o patamar elevado da taxa de juros. Ao compararmos as médias trimestrais entre abril-junho de 2022 com as de julho-setembro, é possível notar, com base na queda de 8,1%, a contração da concessão de crédito livre não rotativo à pessoa física, que também pode ser vista em termos interanuais mensais na comparação entre setembro de 2022 e o mesmo mês de 2021, que registrou queda de 13,8%.

Porém, é importante destacar que essa desaceleração permanece sendo bastante heterogênea entre os setores. O setor de serviços vem crescendo acima das expectativas de mercado e seu desempenho é superior ao do varejo ampliado e ao da indústria de transformação: enquanto estes dois últimos se encontram abaixo do nível de fevereiro de 2020, 1,5% e 2,4% respectivamente, o setor de serviços, como mencionado anteriormente, está acima do patamar pré-pandemia e com tendência ascendente até setembro de 2022, como podemos ver no Gráfico 1.

Gráfico 1: Desempenho setorial: Serviços (PMS), Varejo Ampliado (PMC) e Indústria de Transformação (PIM)

Comparação Setorial (sa, fev20=100)



Fonte: IBGE. Elaboração FGV IBRE.

Por ora, mantemos a nossa projeção para o PIB do terceiro trimestre em 0,6% ante o segundo, e de crescimento de 2,7% em 2022, mas esses números não contemplam a forte revisão que foi feita no PIB anual de 2020, pois tais atualizações só estarão disponíveis após a divulgação do PIB do terceiro trimestre, que é quando teremos acesso aos dados desagregados trimestralmente e a todas as revisões do PIB de 2021 e de 2022. Segundo o Sistema de Contas Nacionais, o PIB anual de 2020 saiu de -3,9% para -3,2%, e as principais revisões foram no setor de construção civil, de -6,3% para -2,1%, setor de outros serviços, de -12,3% para -9,3%, e setor de transporte, de -8,4% para -12,7%. Assim, a indústria foi revisada de -3,4% para -3,0%, os serviços de -4,3% para -3,7%, e a agropecuária de 3,8% para 4,2%. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias foi revisado para -4,5%, ante -5,4%; o consumo do governo para -3,7%, ante -4,5%; e o investimento para -1,7%, ante -0,5%.

Considerando os indicadores de alta frequência em setembro, a indústria de transformação registrou queda de 1,3% MsM (1,2% AsA). O resultado é explicado pela demanda doméstica fraca, com destaque para os bens duráveis, de acordo com as Sondagens setoriais do IBRE. Contudo, a indústria de transformação deve terminar o ano ainda em patamar levemente positivo.

Por outro lado, o varejo ampliado surpreendeu o mercado, que esperava crescimento de 0,7% MsM em setembro, sendo o dado oficial divulgado pelo IBGE de crescimento de 1,5% MsM (1,0% AsA) no mesmo período. Com duas surpresas positivas consecutivas e a aprovação de auxílios que impactam positivamente a massa de rendimentos das famílias, o cenário é que o varejo termine o ano em patamar levemente positivo. É importante notar que o crescimento no setor está restringido pela inflação de bens industriais ainda elevada e pelo aperto monetário.

No caso do setor de serviços, houve novamente surpresa positiva em setembro e revisão positiva para agosto, de acordo com a PMS: a expectativa era de crescimento em torno de 8,2% AsA e o resultado foi 9,7% AsA (0,9% MsM). Em agosto, o número na margem passou de 0,7% para 1,1%; assim o crescimento interanual foi de 8,0% para 8,7%. Nos próximos meses, a discussão permanece em torno do ritmo de crescimento dos serviços. A inflação pode causar estabilidade ou até mesmo contração no setor, mas os auxílios disponibilizados pelo governo federal e a melhora no mercado de trabalho podem contribuir para uma desaceleração mais branda até o final do ano. Assim, esperamos que no quarto trimestre haja contração na margem, após crescimento de 10,1% desde fevereiro de 2020.

E, por fim, o IBC-BR em setembro mostrou estabilidade em relação ao mês anterior e crescimento de 4,0% se comparado com setembro de 2021. Em termos trimestrais o indicador teve crescimento de 4,3% no terceiro trimestre de 2022, se comparado com o terceiro trimestre de 2021, e crescimento de 1,4%, se comparado com o segundo trimestre de 2022. O resultado está um pouco mais fraco que o esperado pelo IAE do FGV IBRE, que registrou crescimento de 0,2% em setembro, se comparado a agosto de 2022, e crescimento de 4,6% em termos interanuais. No terceiro trimestre, o IAE do FGV IBRE aponta crescimento de 4,9% se comparado com o terceiro trimestre de 2021.²

Apesar de uma revisão no nosso cenário de agropecuária para 2022, de -1,5% AsA para 0% AsA, mantemos a nossa projeção de PIB para 2022 em 2,7%. Ainda há muitas incertezas na economia, sejam elas internas ou externas, principalmente com relação à intensidade da desaceleração esperada para os próximos meses. Nossa expectativa de crescimento no terceiro trimestre é de 0,6% TsT (3,8% AsA), a partir da perspectiva de um ambiente favorável para o setor que mais contribui para o crescimento do PIB, os serviços, e a indústria de transformação próxima da estabilidade (ver Tabela 1).

²O Monitor do PIB não foi divulgado na data de fechamento deste boletim.

Pelo lado da oferta, a indústria deve ter crescimento sutil no terceiro trimestre (0,3% TsT e 2,0% AsA), assim como a indústria de transformação, que deve ficar praticamente estagnada no mesmo período – isso porque sua participação chega a mais de 50% do total do setor.

Ainda pelo lado da oferta, o setor de serviços deve ter uma contribuição para o crescimento nesse trimestre parecida com a do começo do ano, 1,1% TsT (4,4% AsA), não tendo desempenho negativo em nenhuma das atividades. Os serviços de administração pública devem contribuir positivamente para o crescimento de serviços nesse trimestre; porém devem permanecer ainda em patamar inferior ao nível pré-pandemia. É importante notar que tanto transportes como outros serviços devem crescer muito acima do PIB este ano, devido à normalização da economia. Essas atividades explicam, em grande medida, o bom desempenho do setor de serviços, que deverá encerrar o ano com crescimento de 3,7%, acima do PIB agregado.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 0,8% TsT (4,9% AsA), graças aos estímulos fiscais e à deflação registrada no terceiro trimestre, pois a base de comparação do trimestre anterior é bastante alta. Além disso, o investimento deve crescer. No terceiro trimestre, 2,3% TsT, dado a nossa projeção de construção civil, que está ainda em terreno bem positivo. No entanto, para o ano fechado, esperamos praticamente estabilidade para o investimento agregado. O setor externo não deve mais contribuir positivamente com o PIB neste terceiro trimestre. As exportações devem crescer 3,0% TsT (7,1% AsA), ao mesmo tempo em que as importações devem ter um resultado superior: esperamos crescimento de 5,0% TsT (9,6% AsA). E, por fim, o consumo do governo deve vir mais forte no terceiro, crescendo 0,6% na margem.

Para 2023 revisamos nossa projeção de queda de 0,4%, divulgada no último boletim, para um crescimento de 0,1%, devido a previsões bastante otimistas da safra de soja e milho. Nossa nova projeção para agropecuária em 2023 é de crescimento de 8%. No entanto, riscos climáticos podem afetar o resultado, como correu em 2022. Os efeitos defasados da política monetária e a necessidade de menores gastos públicos para combater a inflação levarão a um recuo do consumo das famílias em 2023, em linha com o resultado agregado do PIB cíclico³, que deve se contrair em 0,2% em 2023.

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2022.III (TsT)	2022.III (AsA)	2022
Consumo das Famílias	0.8%	4.9%	3.7%
Consumo do Governo	0.6%	0.5%	1.3%
Investimento	2.3%	4.4%	0.1%
Exportação	3.0%	7.1%	4.8%
Importação	5.0%	9.6%	-2.2%
PIB	0.6%	3.8%	2.7%
Agropecuária	1.9%	8.2%	0.0%
Indústria	0.3%	2.0%	1.4%
Extrativa	-1.3%	-4.3%	-1.5%
Transformação	0.1%	1.5%	0.1%
Eletricidade e Outros	-2.1%	10.0%	7.9%
Construção Civil	1.0%	7.1%	6.4%
Serviços	1.1%	4.4%	3.7%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

³PIB cíclico: componente do PIB que responde a estímulos e choques monetários.

Expectativas de empresários e consumidores

Queda da confiança sinaliza desaceleração da atividade

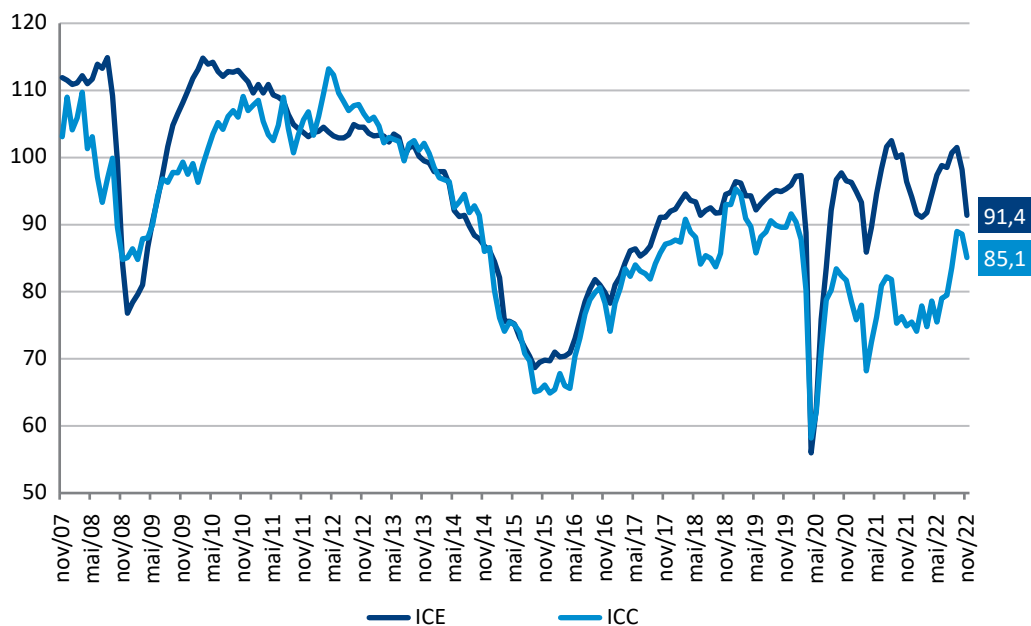
Aloisio Campello e Viviane Seda Bittencourt

Em outubro, os Índices de Confiança do FGV IBRE já haviam recuado, dando sinais de interrupção na tendência de alta que vigorou durante boa parte do ano. Uma prévia dos resultados de novembro apurada para esta edição do Boletim Macro do IBRE, com dados até o dia 15, dá sinais de acentuação da tendência de queda da confiança este mês. O Índice de Confiança Empresarial (ICE), que havia caído 3,3 pontos no mês anterior, recuou 6,8 pontos na prévia. Já o Índice de Confiança dos Consumidores (ICC), que havia se acomodado em outubro (0,4 ponto) sinaliza queda de 3,5 pontos nos resultados preliminares. O resultado reflete uma percepção de desaceleração da atividade nestes últimos meses do ano e a preocupação com os desafios para o nível de atividade nos próximos meses.

Com o resultado da prévia, a distância entre o ICE e ICC encurtaria para 6,3 pontos, a menor desde julho de 2020 (4,8 pontos), um movimento que vinha ocorrendo de forma virtuosa (com altas seguidas do ICC) durante o terceiro trimestre, mas que agora reflete a piora expressiva do humor de empresários e moderada por parte dos consumidores.

Gráfico 2: Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores

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



Fonte: FGV IBRE.

A confiança dos quatro grandes setores que integram o ICE recuou em outubro e novembro, levando todos para níveis abaixo da neutralidade. A percepção sobre a situação atual, que vinha se recuperando até setembro, voltou a piorar em todos os setores, inclusive na construção, que tinha demonstrado certa resiliência em outubro com crescimento da carteira de contratos e um bom nível de atividade corrente. Por outro lado, a indústria continua desacelerando, com queda do nível de utilização da capacidade pelo terceiro mês seguido e piora da percepção sobre a procura interna e externa por produtos industriais. O Setor de Serviços era o único setor com um ISA ainda se mantendo no nível neutro em outubro, mas também passa a um registro inferior ao nível neutro na prévia de novembro. Em relação ao futuro próximo, houve piora das expectativas nos quatro setores pesquisados, sinalizando que o setor produtivo espera uma desaceleração do nível de atividade nos próximos meses.

Em outubro, o pior resultado foi na Indústria, que já vinha numa tendência de queda há mais tempo em função da desaceleração da demanda externa. A prévia de novembro mostra uma deterioração na confiança do Comércio, com queda até em segmentos que vinham mostrando algum espaço para melhora como *veículos* e *material de construção*. No setor de Serviços, que vinha sendo sustentado pelo segmento de *serviços prestados às famílias*, também houve piora na prévia de novembro.

Tabela 2: Índices de Confiança, resultados prévios de novembro

(dados ajustados sazonalmente)

	Variação no mês (em ponto)		Variação MM3 (em pontos)		IC	ISA	IE	Diferença entre IE e ISA (em pontos)
Indústria	▼	-3,2	▼	-2,6	92,5	92,0	93,0	1,0
Serviços	▼	-6,3	▼	-2,6	92,8	96,1	89,7	-6,4
Comércio	▼	-10,1	▼	-3,8	87,9	89,0	87,4	-1,6
Construção	▼	-5,5	▼	-0,9	95,4	97,3	93,8	-3,5
Empresarial	▼	-6,8	▼	-3,1	91,4	94,8	87,9	-6,9
Consumidor	▼	-3,5	▲	0,5	85,1	70,6	95,6	25,0

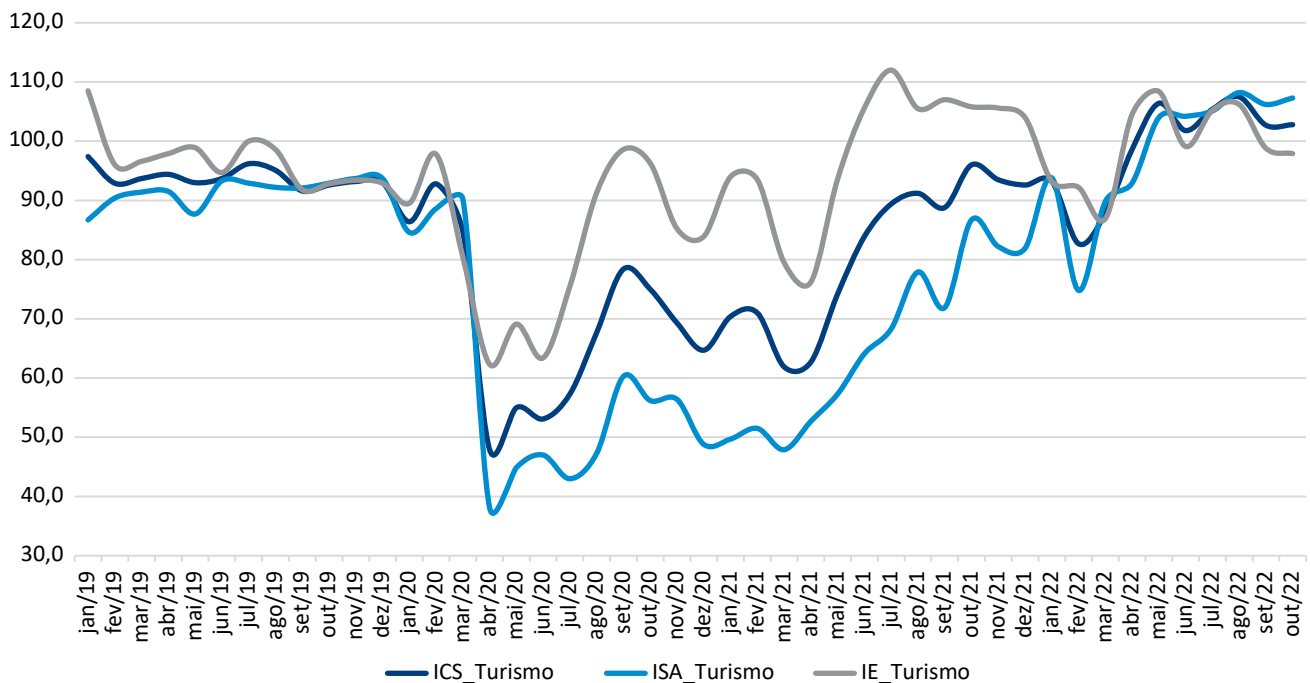
Fonte: FGV IBRE.

Uma saída especial da Sondagem de Serviços que mede a confiança dos segmentos ligados ao turismo⁴, mostra um comportamento relativamente parecido com o do segmento de *serviços prestados às famílias*. Há resiliência na percepção sobre a situação atual - um aquecimento possivelmente relacionado ao consumo postergado pelas famílias de maior poder aquisitivo durante a pandemia - e redução do otimismo em relação aos próximos meses.

⁴O Grupo especial de Serviços ligados ao Turismo inclui os seguintes segmentos: alojamento, alimentação, serviços culturais, desportivos e lazer; serviços administrativos e complementares como a locação de automóveis, agências de viagens, operadores turísticos e outros serviços de turismo; e nos serviços de transportes turísticos, o transporte rodoviário de passageiros, trens turísticos, transporte de navegação, outros transportes aquaviários e transporte aéreo

Gráfico 3: IC, ISA e IE do segmento de Turismo

(Com ajuste sazonal, em pontos)

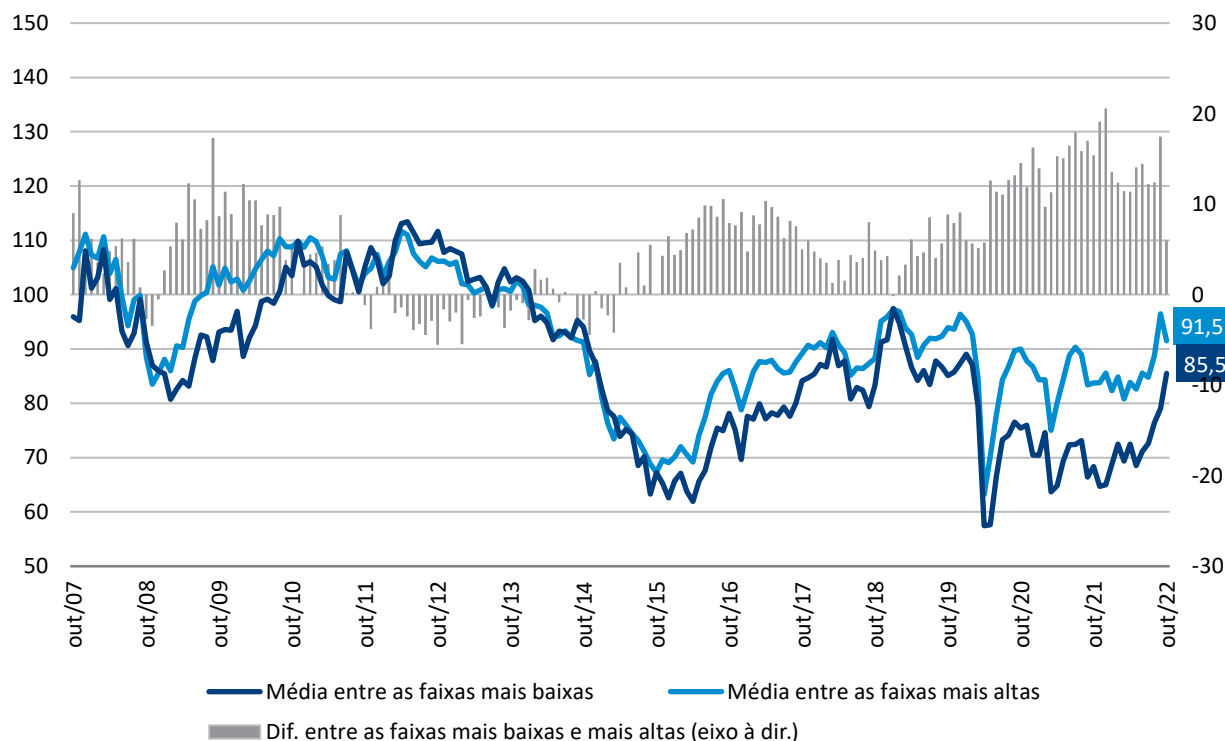


Fonte: FGV IBRE.

Sob a ótica dos consumidores, o resultado de outubro já apresentava uma mudança de comportamento, com melhora das avaliações sobre o momento atual influenciada por consumidores de menor poder aquisitivo e uma revisão das expectativas para os próximos meses por parte dos consumidores de maior poder aquisitivo. A confiança caiu 5,0 pts. nas faixas de renda familiar mais alta e subiu 6,5 pts. entre as famílias de renda familiar mais baixa, reduzindo a distância entre as faixas extremas para 6,0 pts., a menor desde abril de 2020. É possível que a melhora da confiança dos consumidores de baixa renda tenha sido influenciada pelo efeito das transferências de renda, redução da inflação pelo terceiro mês consecutivo e crescimento da oferta de postos de trabalho. Apesar do resultado mais favorável para as classes de renda mais baixas, uma nova queda da confiança sinalizada pela prévia de novembro, juntamente com o alto endividamento das famílias e as taxas de juros mais elevadas, limita a recuperação e sua capacidade de consumo.

Gráfico 4: Confiança dos Consumidores de renda mais baixa se aproxima da renda alta

(Média das faixas de renda baixa e alta e diferença entre as médias no eixo à direita. Dados com ajuste sazonal)



Fonte: FGV IBRE.

A queda da confiança em todos os setores econômicos e também entre os consumidores mostra uma tendência de desaceleração clara da atividade econômica, que já tinha sido precificada diante dos efeitos internos como: a dissipação dos efeitos temporários das transferências de renda, altas taxas de juros e endividamento crescente das famílias; e externos: a política monetária mais restritiva diante do quadro inflacionário global, o conflito na Ucrânia, e os efeitos da política de tolerância zero com a Covid na China. 2023 será um ano desafiador, com riscos fiscais e no cenário internacional, em um quadro de desaquecimento que não deve ser ajudado pelos novos níveis de confiança de empresas e consumidores.

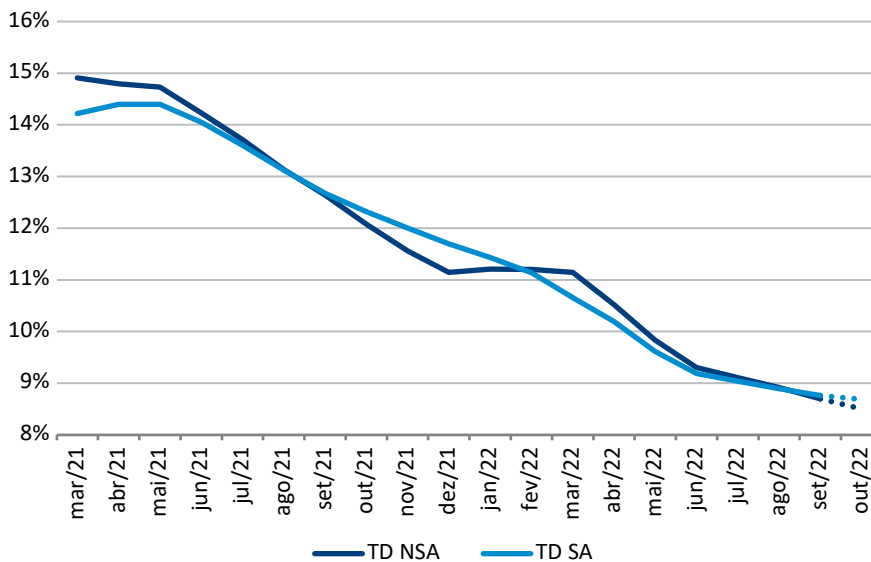
Mercado de trabalho

Queda do desemprego reduz ritmo, mesmo com longa estabilidade da Taxa de Participação. Rendimentos efetivos, por outro lado, aumentam mais, com composição setorial ainda favorável. Caged mostra nova desaceleração

Daniel Duque

O IBGE divulgou a edição de agosto da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), que indica que o trimestre móvel da Taxa de Desemprego fechou em 8,7%, exatamente igual ao projetado pelo FGV IBRE. Em termos dessazonalizados, o percentual caiu de 8,9% para 8,8% entre a edição anterior e a agora divulgada, uma forte desaceleração em relação aos últimos meses. Para setembro, espera-se que a taxa irá cair para 8,5%, e 8,7% com ajuste sazonal.

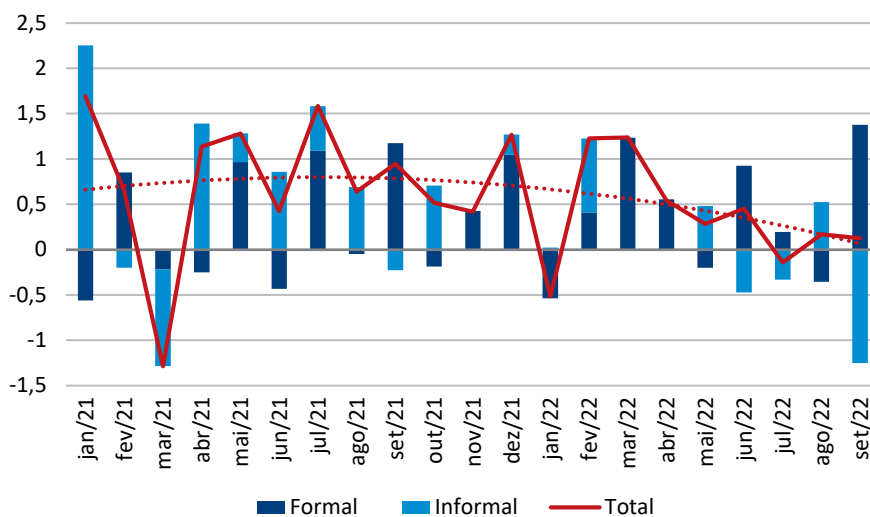
Gráfico 5: Taxa de Desemprego 2021-22 (em %)



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

Tal como a Taxa de Desemprego, o crescimento da população ocupada tem desacelerado fortemente nos últimos meses, como mostra o Gráfico 6. Na média trimestral, a geração de vagas passou de 379 mil por mês para cerca de 128 mil entre o segundo e terceiro trimestres. Apesar de o comportamento das ocupações informais ser relativamente mais instável, o crescimento tem sido majoritariamente puxado pelos ocupados formais.

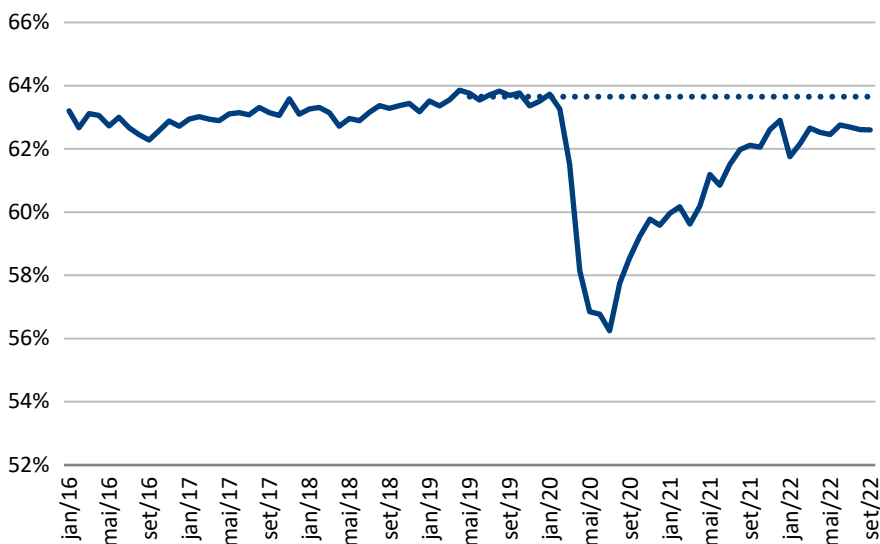
Gráfico 6: Geração de Ocupações Formais e Informais mensalizada, com ajuste sazonal



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

Adicionalmente, a Taxa de Participação se encontra significativamente estável desde abril de 2022, com leve tendência de queda nos últimos meses. Tal movimento foi previsto em edições anteriores do Boletim Macro, devido à expansão do gasto com o Auxílio Brasil.

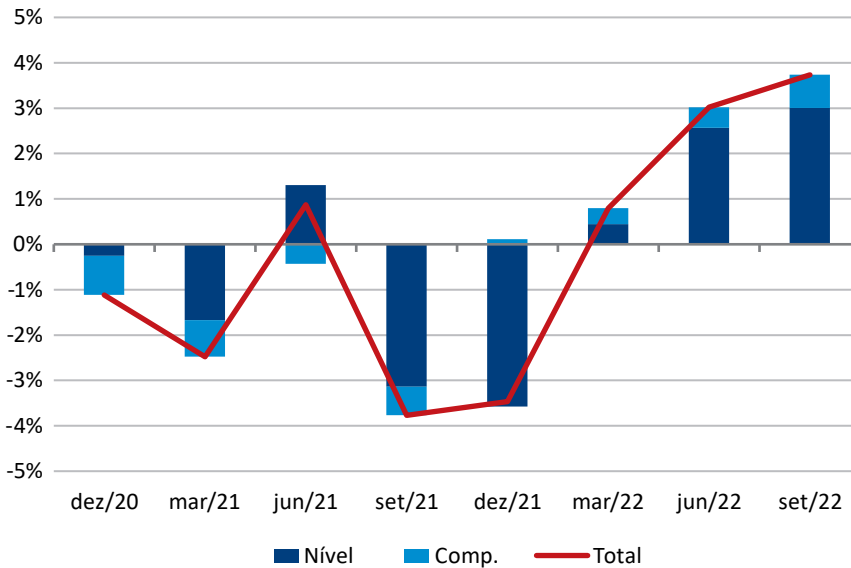
Gráfico 7: Taxa de Participação mensalizada, com ajuste sazonal



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

Os rendimentos efetivamente recebidos no mercado de trabalho, por sua vez, continuam acelerando, de acordo com o previsto após uma forte redução da taxa de desemprego, junto a uma queda conjuntural recente da inflação. Os microdados da PNADC do terceiro trimestre de 2022 mostram que, em média, os salários cresceram cerca de 3,7% no período, frente a 3% no trimestre anterior. O movimento foi puxado tanto pelo efeito nível quanto composição, ao se dividirem os trabalhadores entre os três grandes setores informais e formais.

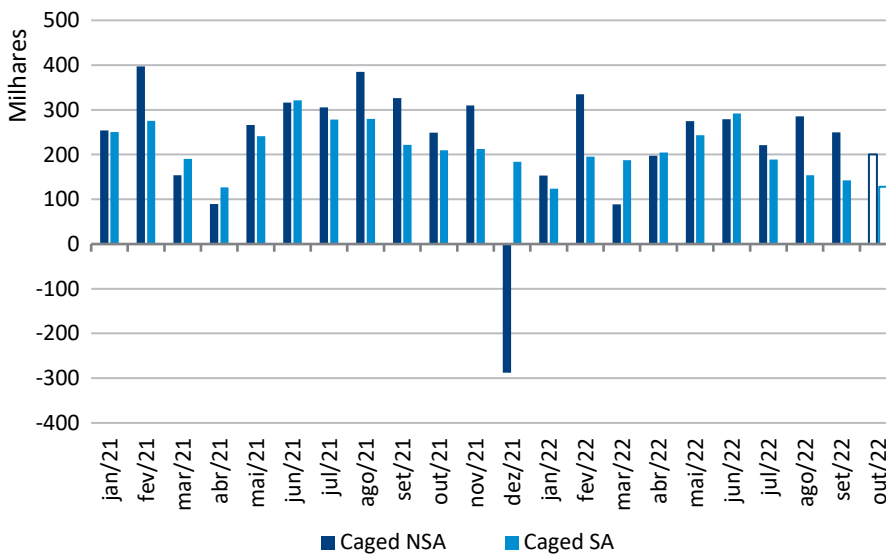
Gráfico 8: Variação Real dos Rendimentos Efetivamente Recebidos do Trabalho, por trimestre



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

O Caged, por fim, mostrou em setembro a geração de 278 mil vagas, pouco acima do projetado pelo FGV IBRE, de 250 mil. Com ajuste sazonal, o saldo caiu de 154 mil para 143 mil, uma pequena desaceleração, confirmando a tendência anterior. Para o mês de outubro, projeta-se a criação de 200 mil postos de trabalho, o que corresponde a cerca de 128 mil quando aplicado ajuste sazonal. Ou seja, nova redução em relação ao período anterior.

Gráfico 9: Saldo de Vagas do Caged em 2020-22



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

Inflação

Inflação de volta ao radar

André Braz

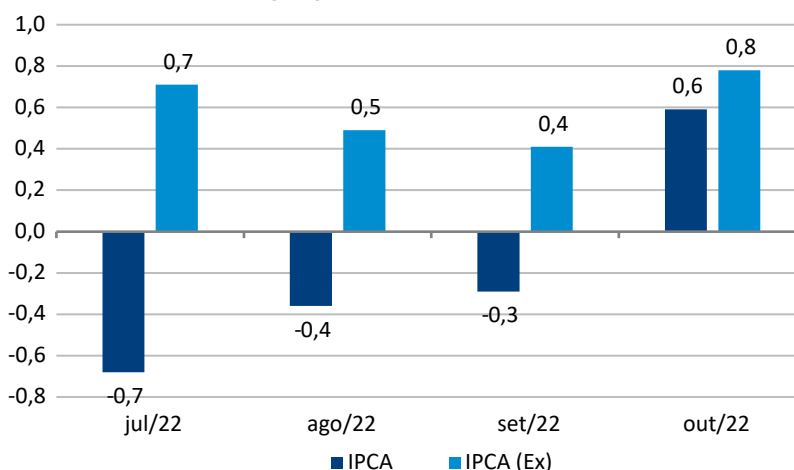
O IPCA de outubro subiu 0,59%. A variação veio acima da expectativa do mercado, mostrando que as pressões inflacionárias ainda estão no radar. Sem a destacada contribuição da gasolina – combustível que registrou queda de 32,6% nos últimos quatro meses – a âncora que permitia a ocorrência de taxas negativas foi enfraquecida, levando o índice médio a um novo patamar.

Entre julho e setembro, excluindo do IPCA a contribuição da energia, da gasolina e das telecomunicações – itens que sofreram redução de ICMS –, o índice oficial teria registrado taxas positivas, embora decrescentes, revelando arrefecimento das pressões inflacionárias, conforme ilustra o gráfico 10.

O resultado de outubro, mesmo após a exclusão dos itens que sofreram redução de ICMS, teria sido superior ao verificado em setembro, indicando que novas pressões inflacionárias entraram no radar.

Gráfico 10: IPCA x IPCA

(Ex: Energia, gasolina e telecomunicações)



Fonte: Elaboração própria com base no IPCA/IBGE.

Entre as novas contribuições para a aceleração da inflação estão os alimentos no domicílio. Os preços deste grupo registraram expressivo avanço de setembro (-0,9%) para outubro (0,8%), especialmente os alimentos *in natura*, representados por produtos de peso no orçamento familiar, como batata (de 2,8% para 23,4%) e tomate (de -3,8% para 17,6%). Estes itens são mais sensíveis às variações climáticas próprias dos meses mais quentes, sendo uma fonte transitória de pressão inflacionária.

Também foram registrados aumentos para serviços livres (de 0,4% para 0,7%) e preços monitorados (de -1,2% para 0,2%), que colaboraram para o avanço do índice de difusão⁵ de 62% em setembro para 68% em ou-

⁵Mede o percentual de produtos e serviços com taxa de variação positiva.

tubro. A persistência inflacionária foi percebida em várias classes de despesa. Os serviços livres, por exemplo, sustentam taxa acumulada em 12 meses acima da acumulada pelo IPCA, 8,1%.

Apesar dos efeitos sazonais, para o médio prazo, as *commodities* agrícolas monitoradas pelo IPA antecipam desaceleração das pressões inflacionárias. Os preços do café (de -2,3% para -16,3%), das aves vivas (de -2,7% para -4,7%) e do milho (de 0,6% para -0,3%) são exemplos de *commodities* cujos preços estão recuando, frente à previsão de safras robustas e desaceleração de grandes economias.

Estes números registrados pelo IPA antecipam afrouxamento na evolução dos preços dos alimentos ao consumidor, aliviando pressões inflacionárias no médio prazo, favorecendo a desaceleração mais forte dos preços dos alimentos. No entanto, por enquanto, efeitos sazonais podem impedir que tal desaceleração contribua de forma mais aguda para o recuo dos preços dos alimentos.

De acordo ao Monitor da Inflação, o IPCA de novembro e dezembro poderão registrar taxas entre 0,5% e 0,7%, o que fará o IPCA encerrar 2022 com alta acumulada entre 5,5% e 5,7%. Para 2023, ainda que pese o grande desafio fiscal, a inflação pode ficar em torno de 5%, acima da meta de inflação estabelecida para o ano que vem, de 3,25%.

Política monetária

Nova PEC faz valer a advertência do BC de que não hesitará em retomar o ciclo de alta de juros

José Júlio Senna

Na seção sobre política monetária do Boletim Macro de outubro, tratamos dos fatores que supostamente condicionarão a trajetória da taxa Selic em 2023. Na ocasião, argumentamos que o principal elemento condicionante do começo do alívio do aperto monetário entre nós implementado nestes dois últimos anos tinha a ver com a solução que seria dada à combinação da ideia de “*waiver* fiscal” com eventual redefinição das regras que regulam o comportamento das contas públicas.

Tal assunto começara a ser discutido alguns meses antes. Nossa preocupação relacionava-se com a possibilidade de, uma vez definida a eleição presidencial, as discussões entre o Executivo e o Legislativo passassem a tratar do montante de despesas governamentais que poderiam ser feitas fora do teto dos gastos, e dos segmentos da economia que se beneficiariam diretamente do aporte desses recursos, deixando-se para depois o debate sobre uma nova regra para balizar a dinâmica das contas públicas.

Nosso raciocínio podia ser resumido da seguinte maneira: no caso em debate, a ordem dos fatores afeta o produto. Em outras palavras, o quadro vigente em 2023 estaria bem mais favorável a uma eventual retomada do ciclo de baixa da taxa Selic caso as autoridades decidissem cuidar primeiramente de redefinir o novo arcabouço legal que nortearia a administração das contas públicas. Lamentavelmente, não é isto o que se vê agora. Parece bem clara a total ausência de disposição para debater a remodelação das regras fiscais vigentes no país.

Representantes do presidente recém-eleito discutem com atuais congressistas até que ponto levar o volume de gastos a serem realizados fora da regra do teto. A esses congressistas foi encaminhada uma nova proposta de emenda constitucional. Em torno de tal documento, que envolve um potencial de quase R\$ 200 bilhões de despesas fora do teto, será debatida a natureza do *waiver* proposto, se permanente, ou transitório, se é que

se pode usar o termo independentemente da natureza da autorização. Dado que, a curto prazo, a redefinição das regras fiscais não será sequer encaminhada, o ideal seria evitar arranjos de caráter permanente. Retirar momentaneamente as despesas do Bolsa Família, ou Auxílio Brasil, da regra do teto, pelo período, digamos, de um ano, talvez fosse uma solução adequada, e compatível com o emprego da palavra *waiver*. Em 2023, o novo governo e o novo Congresso debateriam solução mais duradoura, abrangendo, principalmente, a construção de um novo arcabouço fiscal e caminhos para dar mais foco e eficácia aos programas sociais.

Como não poderia deixar de acontecer, debates sobre aumento de gastos públicos sem menção a uma nova regra fiscal – e sem que de tais debates tome parte o futuro ministro da Fazenda, ou seja, sem a presença do “Mr. No”, aquele que põe um certo freio a demandas irrealistas –, acabaram deixando intranquilos os mercados financeiros. Em decorrência da elevação dos juros nominais, as taxas implícitas de inflação se elevaram sensivelmente, ao mesmo tempo em que os juros reais dos papéis indexados à inflação (NTN-Bs) também subiram, significativamente. Acompanhamento rotineiro realizado pela MCM Consultores mostra que, entre 9 e 16 de novembro, por exemplo, as inflações implícitas em contratos de mercado previstas para 2023 e 2024 passaram de 5,9% para 6,4% e de 5,7% para 6,8%, respectivamente. Nesse mesmo período, os juros reais das NTN-Bs subiram ao longo de toda a curva, como ilustra a alta de 5,92% para 6,14% dos títulos com vencimento em 2050.

De maneira igualmente significativa, a curva de juros de mercado passou a contemplar a possibilidade de elevação da taxa básica de juros já nas próximas reuniões do Copom, sendo empurrada para a frente a possibilidade de corte da taxa Selic.

Provavelmente imaginando que algo como o descrito acima pudesse acontecer, o Banco Central foi cauteloso e, em comunicação oficial recente, não deixou de repetir advertência que já fizera antes, após ter interrompido o ciclo de alta da taxa Selic. De fato, ao término da ata da reunião do Copom de final de outubro, os dirigentes do BC escreveram que não hesitarão “em retomar o ciclo de ajuste [da taxa Selic] caso o processo de desinflação não transcorra como esperado”. Já se mostra presente o custo de procurar cumprir de imediato promessas de campanha, sem que se cuide adequadamente do arcabouço fiscal do país.

Política fiscal

Cenário de consolidação fiscal também deve olhar para as receitas

Manoel Pires

A equipe de transição do novo governo negocia com o Congresso Nacional um *waiver* para consertar o orçamento do próximo ano. O termo *waiver* se refere à renúncia ou abandono, em que o novo governo descumprirá a regra fiscal com autorização do Congresso Nacional. Esse desvio deverá ser permanente porque o próprio governo manifestou a intenção de rever o sistema fiscal no próximo ano e porque algumas despesas criadas possuem natureza obrigatória e serão duradouras.

Não há na história recente uma transição de governo que tenha conseguido destravar pautas relevantes. O novo governo não possui instrumentos de barganha e negociação adequados, pois ainda não tomou posse.

O Congresso Nacional também está em um processo de transição, pois muitos parlamentares perderão seus mandatos. O calendário com a Copa do Mundo e de festas de fim de ano torna, somado os demais fatores, qualquer negociação extremamente complexa. Dessa forma, é preciso ter clareza que a aprovação do *waiver* é difícil e que, se ocorrer, terá sido um importante avanço do próximo governo que entra com o orçamento do ano resolvido. Será mérito dos operadores políticos.

A definição do valor do *waiver* é algo que tem preocupado os analistas. Por um lado, pode acarretar uma expansão fiscal causando uma pressão inflacionária e revisão do cenário de queda das taxas de juros, por outro lado, cria dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública. Na proposta apresentada, o *waiver* deverá girar em torno de R\$ 197 bilhões.

O texto da PEC retira de forma permanente os gastos do Auxílio Brasil, os programas relativos às mudanças climáticas, as despesas custeadas com recursos próprios das instituições federais de ensino e investimentos públicos em um montante proporcional ao excesso de arrecadação.

A adoção de medidas de caráter permanente durante essa fase da transição reduz o incentivo para uma revisão mais geral do sistema fiscal como se esperava. Mas é importante deixar claro que sem a revisão do teto, o espaço aberto com a PEC tenderá a se reduzir ao longo dos próximos anos. É possível, no entanto, que a proposta reflita uma estratégia de negociação política tendo em vista a tendência de redução da PEC ao longo da sua tramitação.

Pelo lado da expansão fiscal, a relação entre despesas primárias e o PIB se elevará. Os cálculos de análises de mercado sugerem que para atingir um impulso fiscal neutro, o *waiver* deve se situar próximo de R\$ 120 bilhões. Mas há que se considerar, nesse cálculo, a provável contração fiscal que ocorrerá nos Estados depois das perdas de arrecadação com as desonerações de ICMS e IPI sobre vários produtos, sobretudo, energia e combustíveis. É possível encontrar neutralidade do impulso fiscal mesmo com um *waiver* mais elevado do que os R\$ 120 bilhões. Ainda sim a diferença ficou grande.

A PLOA 2023 prevê um déficit primário de R\$ 63,7 bilhões (0,6% do PIB). Mas o *waiver* a ser aprovado não resultará em uma deterioração fiscal adicional na mesma magnitude. O orçamento projeta que a receita líquida do governo federal será de 17% do PIB no próximo ano vindo de uma previsão de 19% do PIB em 2022, uma queda bastante expressiva.

A média de arrecadação desde 2017 é de 17,8% do PIB com uma pandemia no período. Apesar de ser sensato o conservadorismo na projeção de arrecadação, quando se considera os números, é mais provável que a arrecadação surpreenda para cima e tenhamos um resultado primário bem superior ao projetado. Esse resultado neutralizará uma parte do *waiver*. Mesmo assim, o tema é delicado porque na ausência de algum planejamento fiscal de longo prazo, a dívida se tornará insustentável.

Há uma proliferação de propostas de regras fiscais. Entende-se que serão essenciais nesse processo de reconstrução fiscal estrutural durante o novo governo. Mas tratar de temas estruturais durante a transição cria confusão acerca do seu papel. De todo o modo, o fato é que as coisas estão se sobrepondo em função do cenário de incerteza fiscal.

Existem várias regras fiscais possíveis que terão que conciliar a sustentabilidade fiscal com a viabilidade do orçamento público. Poucas propostas se preocupam em atingir esses objetivos, pois a maioria apenas se apresenta como uma solução macro para a sustentabilidade fiscal em uma espécie de “fiscalismo de resultado”⁶. Mas quando isso não ocorre, a regra é descumprida como acontece nos últimos anos.

⁶Ver: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/fiscalismo-de-resultado>

Um erro comum das propostas recentes é desenhar cenários fiscais prospectivos com uma receita primária bem inferior ao que se observa. Com isso, o déficit primário projetado fica mais elevado, as regras fiscais desenhadas mais duras e as reformas necessárias são mais exigentes. Como nada disso é viável, o planejamento fiscal não funciona.

As receitas irão crescer nos próximos anos em função do crescimento do setor de petróleo⁷. Isso está mapeado por vários estudos realizados pelo IBRE e quando se leva em consideração o aumento da arrecadação, as reformas podem ser incrementais e a solução do desafio fiscal se torna viável, compatibilizando sustentabilidade fiscal e a viabilidade do orçamento com proteção aos mais vulneráveis⁸. Sob essa perspectiva, a discussão do *waiver* funciona como uma ponte para um período de reorganização das finanças públicas do país que irá se iniciar. É necessário que a nova regra seja acompanhada de um bom plano de ação fiscal.

Ter uma análise mais criteriosa do cenário fiscal é um ponto de partida importante para desenhar um regime fiscal crível, reformas viáveis e controlar o risco fiscal. Com liderança política, bom senso e boa técnica, responsabilidades fiscal e social caminharão juntas no Brasil. Esse é desafio do presente momento.

Setor externo

Reconciliação e discordância

Lívio Ribeiro

Em nossas últimas atualizações do cenário externo, feitas neste Boletim (em junho e agosto), destacamos o grande descompasso existente entre as projeções oficiais e a nossa visão para o resultado comercial de 2022. Tais diferenças foram se tornando progressivamente menores, se considerarmos a metodologia SISCOMEX, mas permaneceram muito relevantes na metodologia BPM6, utilizada pelo Banco Central na confecção do resultado do balanço de pagamentos.

De uma forma ou de outra, as projeções oficiais para o saldo comercial de 2022 pareciam, em nossa visão, excessivas. Incorporando números mais realistas, e aderentes aos fatos observados, já enxergávamos, há muito tempo, um cenário externo bem menos róseo do que aquele que emergia dos números oficiais: haveria déficit em conta corrente em 2022, e esse déficit seria tão maior quanto menor fosse o saldo comercial.

Como a aceleração relativa do crescimento doméstico e o baixo efeito do choque de *commodities* nos termos de troca⁹, parecia ser cada vez mais provável trabalhar com um nível de déficit relativamente elevado – o que, mesmo sem gerar grandes celeumas em nosso equilíbrio externo, seria um resultado bastante diferente do esperado pelo governo.

Demorou, mas, enfim, os agentes (públicos e privados) se renderam aos fatos; a narrativa de fortes saldos comerciais em 2022 ficou pelo caminho. Do lado dos termos de troca, o desempenho recente mostra um in-

⁷Ver: <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/politica-economica/outros/perspectivas-para-arrecadacao-ligada-ao-setor-extrativo-mineral-em-2022>

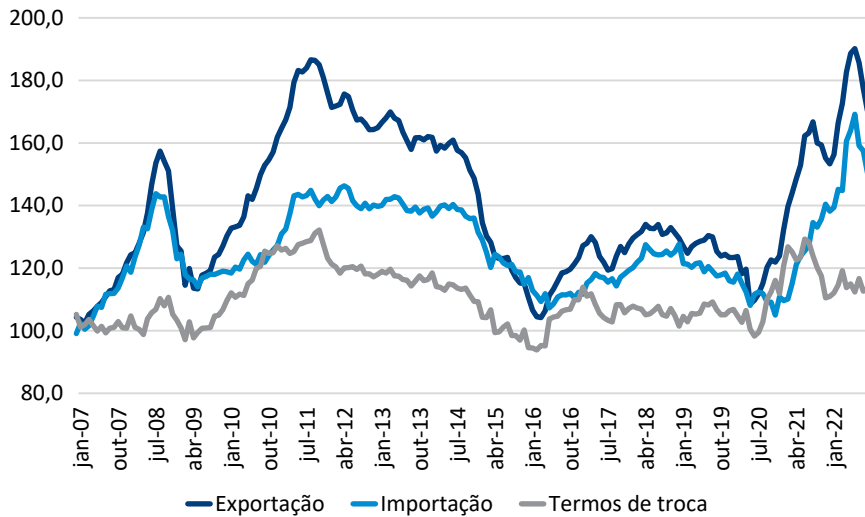
⁸Ver: <https://portalibre.fgv.br/texto-discussao/perspectivas-fiscais-para-decada-dilemas-e-escolhas>

⁹Tais pontos foram exaustivamente discutidos no Boletim Macro de ago/22, na seção intitulada: “Encontros e desencontros”. Disponível em <https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>

dicador relativamente estável, com os movimentos dos preços de exportação tendo contrapartida do lado da importação (gráfico 11). No acumulado do ano (usando dados do ICOMEX/FGV até set/22), os termos de troca estão caindo -8,1% em relação ao mesmo período do ano passado. Não há sinal claro de retomada adiante, e, ainda mais relevante, a previsibilidade é baixa em meio a tantos choques no cenário – interno e externo.

Gráfico 11: Termos de troca

(2006=100)



Fonte: FGV ICOMEX.

Uma forma interessante de condensar esses choques, para fins da discussão comercial, é comparar as projeções para o diferencial de crescimento entre a economia doméstica e a estrangeira. A tabela 3 compila as principais informações necessárias, com *vintages* obtidas do World Economic Outlook (FMI) e do boletim Focus do BCB, mirando tanto 2022 como 2023.

Tabela 3: Projeções para crescimento

(Mundo vs. Brasil)

PIB Global (WEO)				
	jan-22	abr-22	jul-22	out-22
2022	4,4	3,6	3,2	3,2
2023	3,8	3,6	2,9	2,7
Brasil (FOCUS)				
	jan-22	abr-22	jul-22	out-22
2022	0,3	0,7	2,0	2,8
2023	1,6	1,0	0,4	0,7

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

Fica claro que ocorreram importantes mudanças na avaliação do diferencial de crescimento entre o início de 2022 e a informação mais recente disponível. No âmbito externo, a sucessão de choques observados e as maiores restrições (monetárias e, em algum nível, também fiscais) levaram a uma consistente redução do crescimento esperado no biênio – mais recentemente, as revisões negativas têm se concentrado em 2023, sugerindo longo período de baixa no crescimento global.

De outro lado, no âmbito interno, tivemos marcada revisão positiva no crescimento de 2022, em muito devida a uma série de medidas não-recorrentes, implementadas no decorrer deste ano, que ampliaram a renda real disponível e a oferta de crédito na economia. Já para 2023, mais recentemente temos discutido uma elevação do crescimento esperado, muito devido ao carregamento estatístico mais favorável do final de 2022. O cenário para o ano que vem, no entanto, prenuncia-se difícil, com baixas perspectivas de crescimento sequencial da economia¹⁰.

Não é surpresa, frente aos cenários de preços e crescimento, que o saldo comercial projetado para 2022 tenha se reduzido drasticamente. É necessário, no entanto, separar essas revisões em duas partes. Em primeiro lugar, houve uma rodada tardia de reconhecimento de termos de troca menos positivos – antecipamos este movimento e temos sido críticos das visões otimistas (de analistas oficiais e privados) há muitos meses. Em segundo lugar, e com efeito mais recente, tem aumentado o diferencial de crescimento de 2022 entre a economia doméstica e a estrangeira, resultando em desempenho relativamente mais forte das importações.

Isso posto, a tabela 4 compila as projeções mais recentes para o saldo comercial de 2022 na metodologia SISCOMEX, comparando nossos números aos do Ministério da Economia. Como dissemos no Boletim Macro de ago/22, os números oficiais de jul/22 pareciam descalibrados nas exportações, excessivamente elevadas, ainda que um ajuste relevante tenha sido feito em relação à projeção oficial anterior. Ainda faltava reconhecer, de forma plena, que o cenário não seria tão positivo.

Tabela 4: Projeção de saldo comercial SISCOMEX (Economia vs. FGV IBRE, 2022)

	Economia			FGV IBRE	
	abr/22	jul/22	out/22	ago/22	nov/22
Balança comercial	111,6	81,3	55,4	69,0	59,0
<i>Exportações</i>	348,8	349,4	330,3	335,0	335,0
<i>Importações</i>	237,2	268,1	274,9	266,0	276,0

Fonte: Economia e FGV IBRE.

O reconhecimento (tardio) da realidade foi feito na atualização do Ministério de out/22, com números bem mais próximos aos nossos. Note-se, também, que as projeções mais recentes de importações foram majoradas, tanto nas projeções oficiais como nas do FGV IBRE, refletindo a dinâmica de crescimento interno mais intensa. Dadas as incertezas do cenário, as projeções de 2022 estão bem calibradas; se há algum viés nestes números, parece ser moderadamente negativo (ou seja, saldos comerciais levemente menores).

¹⁰Um crescimento de 2,8% em 2022 deixa uma herança estatística de aproximadamente 0,3p.p. para o ano que vem.

Resta, ainda, discutir a tradução da metodologia SISCOMEX à metodologia BPM6, utilizada pelo Banco Central na construção do balanço de pagamentos¹¹. Lembremos que o efeito prático das diferenças metodológicas é que o saldo comercial utilizado no balanço de pagamentos é menor do que o computado pelo Ministério da Economia. As diferenças recentes têm sido relevantes – US\$ 18,0bi em 2020 e US\$ 25,5bi em 2021 - e a “tradução” de uma metodologia à outra é cercada de incertezas e hipóteses fortes.

Em dito isso, a tabela 5 compila as projeções do Banco Central para a balança comercial nos dois Relatórios Trimestrais de Inflação (RTI) mais recentes (jun/22 e set/22), comparando-as aos nossos últimos números. Houve um brutal ajuste nas projeções da autoridade monetária, refletindo, com alguma defasagem, os números reportados pelo Ministério da Economia – a evidente inconsistência entre as projeções oficiais (BCB e Economia), que reportamos no Boletim Macro de ago/22, deixou de existir.

Tabela 5: Projeção de saldo comercial BPM-6

(BCB vs. FGV IBRE, 2022)

	BCB (BPM-6)		FGV IBRE	
	jun/22	set/22	ago/22	nov/22
Balança comercial	85,0	42,0	58,1	42,2
<i>Exportações</i>	342,0	331,0	336,2	339,7
<i>Importações</i>	257,0	289,0	278,1	297,5

Fonte: Banco Central do Brasil e FGV IBRE.

Refletindo o bom ajuste já observado na metodologia SISCOMEX, agora vemos o número sob a metodologia BPM6 bastante azeitado, mesmo que nossa composição seja levemente diferente: nossa projeção de comércio é maior, com desvios (que praticamente se cancelam em saldo) tanto nas exportações como nas importações.

Feita a análise completa da balança comercial, podemos passar aos números da conta corrente. A tabela 6 condensa as projeções oficiais mais recentes (nos dois últimos RTIs) e a nossa última projeção (nov/22). É notável o aumento do déficit projetado: seja nos nossos números ou nos oficiais, agora se espera déficit de -2,5% do PIB em 2022. A forte piora do resultado reflete não somente saldos comerciais menores, como um importante aumento das rubricas de pagamentos de juros e de remessas de lucros e dividendos – na projeção oficial, a revisão entre RTIs foi de “módicos” US\$ 51,0bi!¹²

¹¹Mais detalhes podem ser obtidos no Boletim Macro de fev/22, em seção intitulada “Incerteza na tradução”. Disponível em <https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>

¹²Em relação ao Boletim Macro de ago/22, nossa projeção piorou em aproximadamente US\$ 27,0bi. O aumento do déficit emanou, em proporções quase idênticas, de uma piora no saldo comercial e de um aumento das remessas de lucros projetadas.

Tabela 6: Projeção de conta corrente

(BCB vs. FGV IBRE, US\$bi e % do PIB, 2022)

	BCB RTI jun/22	BCB RTI set/22	FGV IBRE nov/22	
Conta corrente	4,0	-47,0	-45,0	
Balança comercial	85,0	42,0	42,2	
<i>Exportações</i>	342,0	331,0	339,7	
<i>Importações</i>	257,0	289,0	297,5	
Pagamento de juros	-81,0	-27,0	-21,7	
Viagens		-8,0	-7,4	
Lucros e dividendos		-36,0	-43,9	
Fretes		-18,0	-7,5	
Outros serviços e rendas primárias			-10,6	
Renda secundária			4,0	
Conta corrente (%PIB)			0,2%	-2,5%

Fonte: FGV e Banco Central do Brasil.

É importante ressaltar que, mesmo sob déficits em conta corrente mais elevados, não há qualquer sinal de restrição externa ativa em nosso balanço de pagamentos: os volumes de financiamento obtidos cobrem o déficit observado, ainda que de forma bastante justa. Esperamos virtual estabilidade dos ativos de reserva em 2022. O momento de déficits moderados passou, e, durante ele, fomos incapazes de “fazer caixa”.

Em conclusão, o debate relevante começa a migrar para 2023. Os desafios são relevantes: os ventos externos são “de proa”, há enorme incerteza prospectiva e os cenários de preços, taxa de câmbio e diferencial de crescimento seguem particularmente instáveis e sensíveis a solavancos, tanto aqui como lá fora. Nesse sentido, vemos como enorme preocupação a diferença que emerge entre a nossa projeção e a primeira avaliação oficial do resultado em conta corrente para 2023. A tabela 7 compila esses números; tal como ocorrido durante boa parte de 2022, a diferença emerge, principalmente, do saldo esperado para a balança comercial.

Tabela 7: Projeção de conta corrente

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

	BCB RTI set/22	FGV IBRE nov/22
Conta corrente	-36,0	-58,3
Balança comercial	54,0	24,8
<i>Exportações</i>	338,0	291,7
<i>Importações</i>	284,0	266,9
Pagamento de juros	-29,0	-28,4
Viagens	-11,0	-9,6
Lucros e dividendos	-31,0	-32,8
Fretes		-6,8
Outros serviços e rendas primárias	-19,0	-9,1
Renda secundária		3,7
Conta corrente (%PIB)	-1,8%	-3,7%

Fonte: FGV e Banco Central do Brasil.

Temos enorme dificuldade de entender o cenário comercial traçado pela autoridade monetária para o ano que vem, com exportações maiores (US\$ 338,0bi) do que em 2022 (US\$ 331,0bi) e virtual manutenção dos valores importados (US\$ 284,0bi em 2023 vs. US\$ 289,0bi em 2022). Não é isso que a história esperada para o crescimento, aqui e lá fora, sugere (como presente na tabela 3).

O cenário oficial só fica de pé com mudanças relevantes nos preços relativos (termos de troca ou taxa de câmbio) ou revoluções “microeconômicas” no comércio exterior brasileiro (como, por exemplo, grandes mudanças na tradução do SISCOMEX para o BPM6). Não está claro se isso está, de fato, incorporado às projeções.

Antecipamos, assim, novas discussões relevantes sobre as projeções comerciais nos próximos meses. As intensas discordâncias de 2022 parecem não ter ficado para trás. E, se estivermos corretos, um déficit em conta corrente mais próximo de -3,5% do PIB tende a ressuscitar os debates sobre sustentabilidade externa e oferta de financiamento. O ano que vem promete...

Internacional

Economia americana: até onde vai o ciclo de elevação dos juros?

Samuel Pessôa

Como discutimos neste espaço mês passado, há uma inconsistência nas previsões que os membros do Comitê de Política Monetária do Banco Central americano (FOMC) fazem da evolução dos juros e da atividade econômica.

Considera-se que a inflação voltará para a meta de 2% até 2024 e 2025, mas sem que haja elevação apreciável do desemprego, e sem que a recessão seja muito profunda.

Como argumentamos, ou os juros subirão bem mais, ou o impacto dos juros sobre a atividade econômica será mais forte do que se imagina.

De qualquer forma os juros, segundo a última previsão dos membros do Comitê, irão até o intervalo entre 4,5% e 4,75% no início de 2023.

Na última reunião do FOMC, o presidente do Banco Central, Jerome Powell, avisou que o pico do ciclo será ainda mais alto do que 4,75%. O mercado precifica o intervalo entre 5% e 5,25%, e é possível que suba mais.

Assim, a grande dúvida que se tem hoje na economia americana é qual o ciclo de juros necessário para trazer a inflação para a meta. É possível que 5,25% seja suficiente; é possível que tenha que se elevar até as imediações de 6% ou um pouco mais. Ninguém sabe.

Na edição de 2007 do simpósio anual organizado pelo Banco Central americano de Kansas City, na cidade de Jackson Hole, Edward Leamer apresentou o *paper* intitulado “Housing is the Business Cycle”. A partir de um cuidadoso trabalho empírico, Leamer mostrou que, apesar do setor imobiliário ter uma contribuição pequena para o crescimento econômico – em geral explica 4% do crescimento –, ele tem um peso desproporcional em explicar recessões. Segundo Leamer, o baixo crescimento do setor imobiliário se correlaciona com as recessões do pós-guerra com um ano de defasagem. Na média, o enfraquecimento do setor imobiliário explica 25% da queda da atividade econômica um ano à frente. Adicionalmente, Leamer documenta que o enfraquecimento da atividade da construção civil para moradias é o melhor preditor de uma recessão.

O motivo é muito claro. Em um ciclo monetário clássico de elevação da taxa de juros, a expectativa de manutenção dessa elevação por algum tempo encarece as taxas das hipotecas. As hipotecas a taxas fixas para 30 anos, que no final de julho e início de agosto estavam a 2,8% por ano, custam hoje pouco mais de 7% ao ano. Estão mais caras do que o pico de 2006, de 6,8%. Para encontrar taxas maiores, é necessário retroagir até o início de 2002.

Tudo sugere, portanto, que estamos construindo uma recessão na economia americana para algum momento – penso ser no segundo semestre de 2023. Nos últimos seis trimestres, o setor de investimento imobiliário apresentou crescimento negativo. Desde o segundo trimestre de 2021 o investimento imobiliário recuou 15% no período todo. O acompanhamento da atividade no quarto trimestre de 2022 pelo Banco Central de Atlanta sugere que teremos um novo recuo de 2%. Ou seja: aparentemente, a construção de uma recessão já se iniciou.

Em foco IBRE

China: mal-estar

Livio Ribeiro

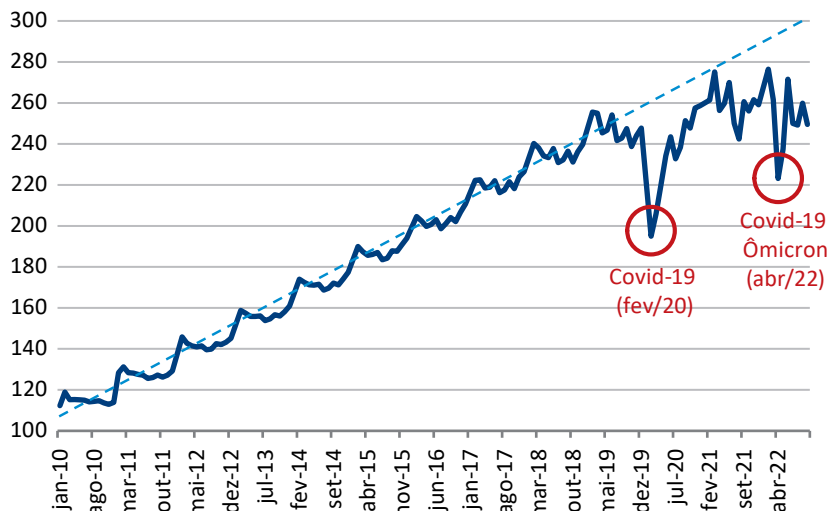
Temos expressado, há algum tempo, nossa preocupação com o desempenho da economia chinesa em 2022¹³. Enfrentando sucessivas rodadas de recrudescimento sanitário, uma onda de ajustes regulatórios em setores-chave da economia – aqui falamos de choques para além do imobiliário – e um mundo cada vez mais desafiador, temos tido dificuldade de enxergar vetores que levem a uma aceleração consistente do crescimento neste ano.

Os dados de alta frequência mostram, há alguns trimestres, uma economia que possui crônica incapacidade de aceleração – mesmo com inúmeras políticas públicas de promoção do crescimento. Sempre defendemos, e estamos cada vez mais convictos disso, que o governo chinês tem tido um problema de foco: amplia a atuação estatal na “Velha China”, notadamente na construção de infraestrutura urbana, e não ataca a forte moderação do consumo interno.

O gráfico abaixo, que mostra o comportamento histórico do varejo real (deflacionado pelo CPI), fala por si: com a eclosão da Covid-19, ainda em 2020, algo se quebrou na estrutura doméstica de demanda, e todas as iniciativas governamentais implementadas desde então falharam em dinamizar o comportamento dos consumidores chineses – ou, o que achamos, não se importaram com isso. Os vales observados (2020.T1 e 2022.T2) deixam claro que os choques sanitários importam, mas não são determinantes para a fraqueza das vendas. Há outras questões em operação.

Gráfico 12: Vendas no varejo

(2009=100, real, deflacionado pelo CPI)



Fonte: FGV IBRE e BRCCG.

¹³Como em “China: 2020 de novo?” (Boletim Macro FGV IBRE, mai/22) e “China: Um momento delicado” (Boletim Macro FGV IBRE, ago/22). Disponíveis em <https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>

Por sobre essa questão mais “estrutural”, 2022 também foi marcado por uma transição política, encerrando o 19º Congresso do Partido Comunista Chinês e abrindo o termo do 20º Congresso – com novo Comitê Permanente, novo Politburo e novos delegados do Partido, mas mantendo Xi Jinping como secretário-geral para um inédito 3º termo consecutivo, em clara guinada na direção de uma administração mais personalista. São mudanças e novidades que tornaram o pano de fundo institucional de leitura mais complicada, não só para os analistas externos, mas também para os agentes internos – o que, certamente, não ajuda na dinamização da economia.

No limiar da divulgação dos dados de atividade do 3º trimestre, nisso incluindo o desempenho do PIB, ainda passamos por um choque institucional relevante. Horas antes da divulgação, o NBS (*National Bureau of Statistics*, o equivalente chinês do IBGE) confirmou um atraso na publicação dos dados, sem apresentar motivos e sem definir uma nova data.

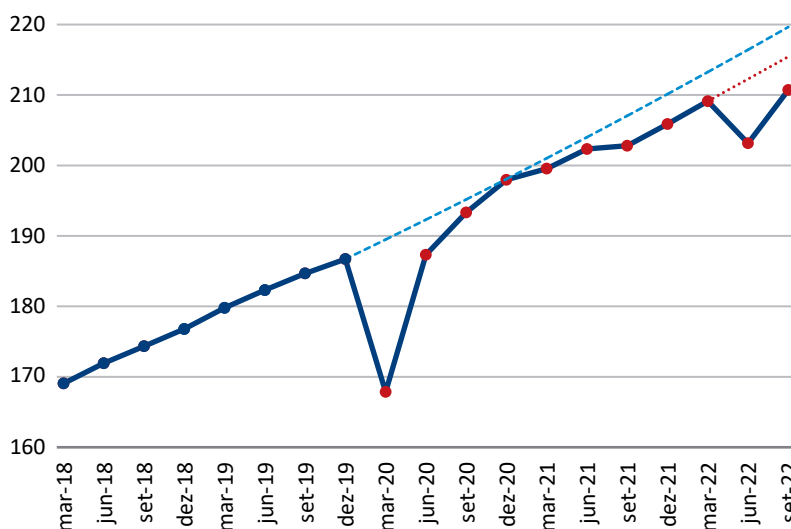
Na mídia local, tal movimento, completamente atabalhado, foi posto na conta da transição política – a plenária que dava início à mudança da administração começara imediatamente antes da data prevista para a divulgação das informações econômicas. A “justificativa” foi, no mínimo, ruim: as datas da Plenária e da divulgação do PIB eram conhecidas há muito tempo, e nada escusa um cancelamento, especialmente como ocorrido.

É desnecessário dizer que aqueles que contestam a qualidade dos dados chineses voltaram a se levantar, colocando em dúvida as informações oficiais. Tal movimento foi ainda mais intenso quando da divulgação dos números de setembro e do PIB do 3º trimestre de 2022: o crescimento interanual de 3,9% foi superior às expectativas de mercado (3,3%), com uma expansão, frente ao trimestre anterior, de 3,7%.

Para além do debate da acuidade dos dados, é importante notar que, mesmo com surpresa positiva, o resultado do PIB não foi bom. O gráfico abaixo mostra o comportamento recente do PIB dessazonalizado, em nível, frente à extrapolação de duas tendências: uma anterior à eclosão da pandemia (pré-2019) e outra no imediato pré-eclosão da Covid-Ômicron na China (grosso modo, de set/21 a mar/22). Ainda que a margem tenha sido positiva, não se consegue chegar a nenhuma tendência prévia; de choque em choque, e de mudança em mudança, a economia chinesa vai perdendo vigor.

Gráfico 13: PIB dessazonalizado

(dez/10=100)

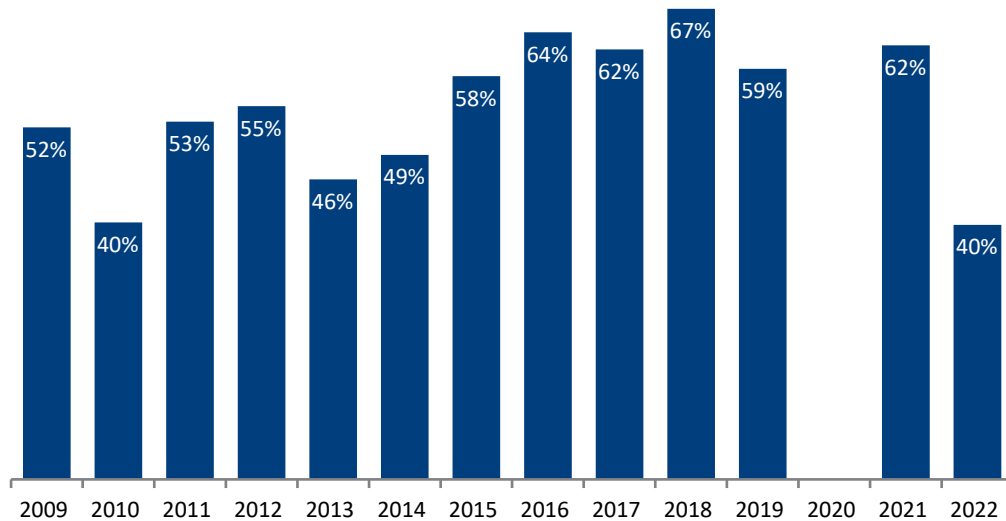


Fonte: NBS e BRCCG.

Voltamos, nesse ponto, a questões fundamentais: algo mudou na propensão ao consumo dos chineses em 2022. Se olharmos o PIB pela ótica da demanda, tal choque fica evidente. Excetuando 2020 (o que, convenhamos, faz todo sentido), o gráfico a seguir mostra a contribuição do consumo interno¹⁴ para o crescimento acumulado até o 3º trimestre de cada ano. O desempenho deste ano é comparável ao de 2010, ainda antes de se tomar um caminho de mudança nos vetores de crescimento – da “Velha China” (exportações líquidas e investimentos) para a “Nova China” (consumo interno e serviços).

Gráfico 14: Contribuição relativa do consumo interno para o PIB

(acumulado até o 3º trimestre)



Fonte: NBS.

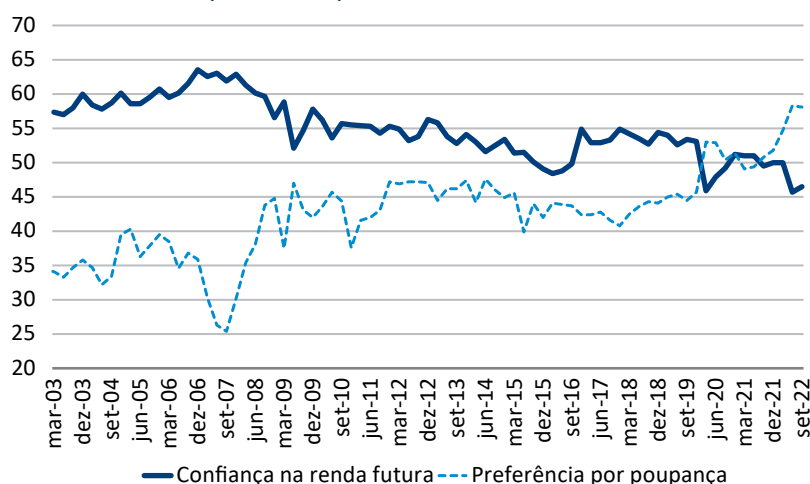
A Covid-Ômicron e as grandes medidas de restrição de circulação, no âmbito da política de Covid-zero dinâmica, ajudam a explicar o ocorrido (como sugere a informação presente no gráfico 12). Mas será que contam toda a história? Defendemos que há, na verdade, uma confluência de choques: a questão sanitária se soma a uma grande incerteza prospectiva, à erosão da poupança acumulada em ativos imobiliários e a dificuldades na geração de renda do trabalho em uma economia que enfrenta menos demanda (interna e externa), além de um estado permanente de “possível abre e fecha”.

Em termos objetivos, o gráfico 15 condensa o que pensamos. De acordo com pesquisa feita pelo Banco Central Chinês (*People’s Bank of China*, PBoC) junto aos depositantes bancários urbanos, a confiança na renda futura encontra-se próxima do mínimo histórico. Como espelho desse comportamento, a propensão à poupança nunca esteve tão elevada. Resulta claro que, nesse cenário, o consumo interno não tem como florescer.

¹⁴As estatísticas chinesas não separam o consumo público do privado. Como sabemos que está ocorrendo um impulso estatal ao crescimento, a contribuição privada tende a ser ainda menor.

Gráfico 15: Confiança na renda futura e propensão a poupar

(Pesquisa dos Depositantes Bancários Urbanos)



Fonte: PBoC.

Pela ótica da oferta, o debate fica mais rico, nisso incluindo a possibilidade de enxergar os efeitos das políticas públicas em vigor – que, por excelência, não estimulam nem o consumo, nem os serviços da economia chinesa. A tabela abaixo nos dá um *heatmap* do crescimento interanual do PIB chinês durante os últimos trimestres. Após o fraco resultado do 2º trimestre de 2022, a economia melhorou. Mas o seu desempenho esteve longe de ser espetacular, e certas questões continuaram a chamar a atenção – tanto para o bem como para o mal.

Tabela 8: Heatmap do crescimento

(Ótica da oferta, interanual)

	2020 T1	2020 T2	2020 T3	2020 T4	2021 T1	2021 T2	2021 T3	2021 T4	2022 T1	2022 T2	2022 T3
Primário	-3,2	3,3	3,9	4,1	8,1	7,6	7,1	6,4	6,0	4,4	3,4
Secundário	-9,7	4,6	5,9	6,7	24,4	7,5	3,6	2,5	5,8	0,9	5,2
Indústria manufatureira	-10,1	4,6	6,3	7,4	26,8	9,2	4,6	3,1	6,1	-0,3	4,0
Construção civil	-18,2	7,0	7,3	5,8	22,8	1,8	-1,8	-2,1	1,4	3,6	7,8
Terciário	-5,4	1,8	4,2	6,6	15,6	8,3	5,4	4,6	4,0	-0,4	3,2
Transporte e armazenagem	-13,6	2,0	4,3	8,0	32,1	12,7	5,9	4,0	2,1	-3,5	2,6
Comércio	-17,5	1,6	3,6	6,8	26,6	9,6	7,6	5,9	3,9	-1,8	1,6
Acomodação e alimentação	-39,5	-21,7	-8,7	-0,8	43,7	17,1	5,7	4,7	-0,3	-5,3	2,8
Intermediação financeira	4,9	6,0	6,8	5,9	5,4	4,1	4,0	5,5	5,1	5,9	5,5
Atividades imobiliárias	-7,6	2,4	4,6	4,9	21,4	7,1	-1,6	-2,9	-2,0	-7,0	-4,2
Tecnologia da informação	14,6	17,3	20,1	21,0	21,2	19,5	17,1	11,5	10,8	7,6	7,9
Leasing e serviços comerciais	-6,7	-5,3	-4,2	4,8	7,9	5,8	5,8	5,6	5,1	-3,3	5,4
Outros serviços prestados	-2,0	-1,1	2,1	4,4	8,8	6,2	5,2	5,0	4,9	-0,2	4,4
PIB	-6,8	3,2	4,9	6,5	18,3	7,9	4,9	4,0	4,8	0,4	3,9

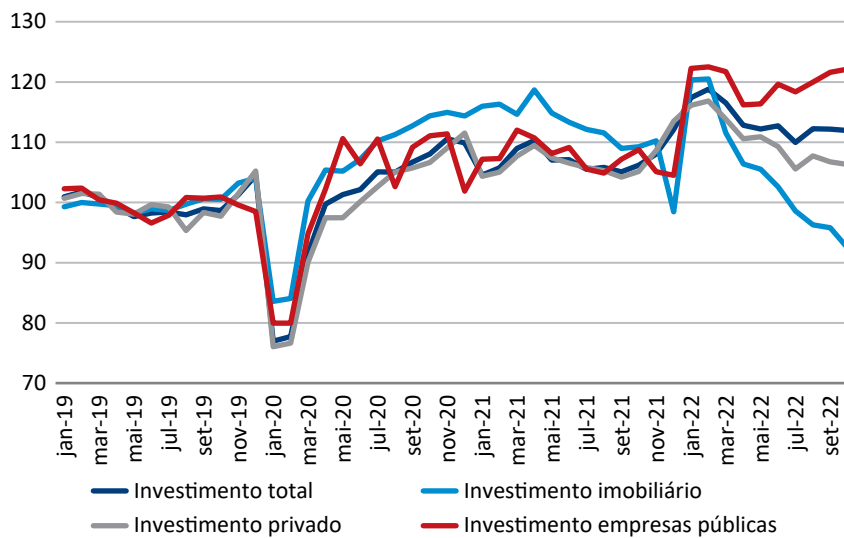
Fonte: NBS.

De um lado, o desempenho da construção civil (no setor secundário) continuou a chamar a atenção, mesmo com a manutenção de um grande choque restritivo no mercado imobiliário residencial (o que fica evidente, no setor terciário, por mais uma contração interanual das atividades imobiliárias). O ciclo de infraestrutura, liderado pelo Estado, segue a todo vapor, ajudando a dar sustentação mínima ao crescimento – mas, por outro lado, ressuscitando temores de uma má alocação de recursos.

O debate sobre o perfil dos investimentos precisa ser aprofundado. Utilizando os indicadores de alta frequência de investimentos em ativos fixos, ficam evidentes as diferenças entre os investimentos totais e aqueles estritamente ligados às atividades imobiliárias, bem como entre os originados em empresas privadas e em empresas públicas. O gráfico 16 deixa claro que o descasamento de dinâmicas é tanto recente como crescente: há uma “estatização branca” em curso, em meio a um colapso do investimento residencial.

Gráfico 16: Investimento em ativos fixos

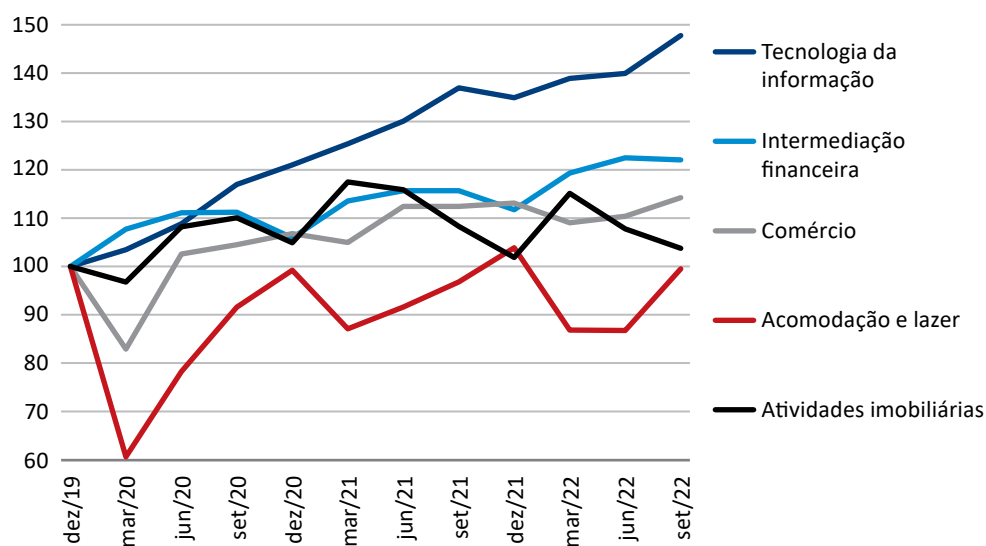
(2019=100, ajustado sazonalmente, aberturas selecionadas)



Fonte: BRCG.

De outro lado, ainda que tenha ocorrido alguma recuperação do setor terciário no 3º trimestre de 2022, o seu desempenho geral continua sendo preocupante. Aqui há uma correspondência clara entre os desempenhos setoriais, as restrições sanitárias, o impacto restritivo da agenda regulatória imobiliária e as implicações sobre a propensão ao consumo das famílias. O gráfico 17, em nível, cristaliza as diferenças: houve setores impulsionados pela pandemia (tecnologia da informação) mas, no geral, existe enorme dificuldade para ultrapassar, e até mesmo atingir, o patamar prévio à pandemia.

Gráfico 17: Setor terciário
(dez/2019=100, subsetores selecionados)



Fonte: NBS.

Para além dos pontos aqui elencados, é importante discutir como a economia tem se comportado neste final de 2022 – e as notícias de outubro não foram boas. O último trimestre do ano foi aberto com mais uma redução do *momentum* da economia chinesa, colocando em risco não só o crescimento deste ano mas, principalmente, a herança estatística para o ano que vem. Uma visão geral dos principais indicadores de atividade pode ser observada na tabela abaixo, como um *heatmap* construído desde o início de 2022.

Tabela 9: Heatmap de alta frequência (2022)

Qualitativos	jan/22	fev/22	mar/22	abr/22	mai/22	jun/22	jul/22	ago/22	set/22	out/22
PMI Manufaturas (NBS)	50,1	50,4	49,5	47,4	49,6	50,2	49,0	49,5	50,1	49,2
PMI Manufaturas (Markit/Caixin)	49,1	50,4	48,1	46,0	48,1	51,7	50,4	49,4	48,1	49,2
PMI Serviços (NBS)	51,1	51,6	48,4	41,9	47,8	54,7	53,8	52,6	50,6	48,7
PMI Serviços (Markit/Caixin)	51,4	50,2	42,0	36,2	41,4	54,4	55,5	55,0	49,3	48,4
Crédito	jan/22	fev/22	mar/22	abr/22	mai/22	jun/22	jul/22	ago/22	set/22	out/22
Concessão ampla (% AsA)	18,9	-28,7	37,8	-51,0	42,9	39,7	-29,7	-18,7	21,6	-43,9
Concessão bancária (% AsA)	9,5	-31,1	17,0	-77,3	25,6	29,6	-64,5	-4,5	41,0	-52,0
Atividade	jan/22	fev/22	mar/22	abr/22	mai/22	jun/22	jul/22	ago/22	set/22	out/22
Produção industrial (% AsA)	N/D	7,5	5,0	-2,9	0,7	3,9	3,8	4,2	6,4	5,0
Vendas no varejo (real, % AsA)	N/D	5,7	-4,9	-12,9	-8,6	0,6	0,0	2,9	-0,3	-2,6
Vendas no varejo: alimentação (real, % AsA)	N/D	13,3	-15,1	-24,1	-22,9	-6,7	-7,4	2,2	-9,7	-2,7
Vendas no varejo: bens (real, % AsA)	N/D	5,8	-3,8	-12,3	-7,7	0,4	-0,8	1,3	-1,3	-14,1

Continua

Investimento e construção	jan/22	fev/22	mar/22	abr/22	mai/22	jun/22	jul/22	ago/22	set/22	out/22
FAI (% AsA)	N/D	12,2	7,1	2,4	4,7	5,8	3,6	6,4	6,5	5,0
FAI imobiliário (real, % AsA)	N/D	3,7	-2,4	-10,1	-7,8	-9,4	-12,3	-13,8	-12,2	-16,0
Novas construções imobiliárias (% AsA)	N/D	-12,2	-22,2	-44,2	-41,8	-45,1	-45,4	-45,7	-44,4	-35,7
Vendas imobiliárias (% AsA)	N/D	-9,5	-17,7	-39,0	-31,8	-18,3	-28,9	-22,6	-16,2	-23,2

Fonte: NBS, PBoC e Markit/Caixin.

Com pouquíssimas exceções, o desempenho dos dados em outubro foi pior do que o observado em setembro¹⁵. Mesmo os indicadores que mostraram alguma melhora (o qualitativo Markit de manufaturas e o desempenho interanual de novas construções imobiliárias) foram amplamente negativos. Com um tecido econômico cada vez mais esgarçado, não é surpresa que aumente a pressão para que o governo abandone diversas práticas restritivas à atividade, especialmente nas searas sanitária e imobiliária. Devemos separar, no entanto, o que é o desejo dos agentes (especialmente estrangeiros) e quais são as disposições reais do governo chinês.

Na questão sanitária, muitos analistas tinham uma expectativa, em nossa visão infundada, de que haveria alguma sinalização de mudança na Plenária do Partido. Muito pelo contrário: ao elevar Li Qiang, secretário-geral do Partido em Shanghai e “timoneiro” das restrições sanitárias de abr/22, ao Comitê Permanente, entendemos que Xi Jinping passou uma mensagem contundente: a política de Covid-zero dinâmica não tem data para terminar.

É evidente, no entanto, que ajustes podem e devem ser feitos – fatos, inclusive, que já ocorreram. Nisso, é necessário tomar extremo cuidado com rumores e ruídos. No início de novembro, uma coletiva do *National Bureau of Disease Control and Prevention*¹⁶ foi precedida de enorme otimismo nos mercados, antecipando “o início do fim” da Covid-zero. No evento, tudo diferente: a política foi reafirmada e os rumores de fim das restrições foram negados pelas autoridades chinesas, reconhecendo o óbvio, de que a política é dinâmica e deve se adaptar à evolução da realidade sanitária¹⁷.

Aproximadamente dez dias depois, os protocolos de isolamento, especialmente para viajantes internacionais, foram flexibilizados. Alguns analistas leram as mudanças, novamente, como o “início do fim”. Continuamos céticos: os analistas acertam na direção, mas erram na intensidade. A política de Covid-zero segue como peça central da estratégia chinesa de combate à pandemia, e só deixará de sê-lo com o avanço da vacinação, destacando imunizantes mais eficientes na proteção contra a Ômicron e as suas subvariantes – questões que, ao menos no curto prazo, não estão exatamente no radar¹⁸.

Já na questão imobiliária, recente divulgação de diretrizes de apoio ao setor, feita em conjunto pelo PBoC e pelo *China Banking and Insurance Regulatory Commission* (CBIRC), foi interpretada por muitos como um prelúdio de uma reviravolta nas políticas setoriais, estancando a grande sangria que tem sido observada desde o final de 2021¹⁹. Ledo engano: ainda que as novas diretrizes forneçam maior apoio financeiro ao setor, tanto do lado da oferta (toda a cadeia da construção) como da demanda (mutuários), não houve qualquer mudança nas grandes restrições de financiamento às incorporadoras.

¹⁵Sempre que a cédula for vermelha (verde), houve piora (melhora) em relação ao desempenho do mês anterior. Sempre que o número for vermelho (preto), houve queda (expansão) interanual da variável. Cores mais vivas, em vermelho ou verde, denotam movimentos mais intensos.

¹⁶A reunião foi convocada para o dia 05/11, levando a um *rally* dos preços de ativos ligados à demanda chinesa (nos mercados acionário e de *commodities*) nos dias anteriores. Mais informações disponíveis em <https://www.reuters.com/world/china/china-host-press-conference-targeted-covid-prevention-nov-5-2022-11-04/>

¹⁷Mais informações disponíveis em <https://www.reuters.com/world/china/china-will-not-waver-its-dynamic-clearing-covid-19-strategy-health-commission-2022-11-05/>

¹⁸Mais informações disponíveis em <https://www.caixinglobal.com/2022-11-17/in-depth-whats-next-for-chinas-covid-vaccine-strategy-101966773.html>

¹⁹Mais informações disponíveis em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-13/china-plans-sweeping-rescue-policies-to-avert-property-crisis?sref=lcCXDAEd>

Novamente, entendemos que os analistas, ávidos por mudanças, superestimam os efeitos dos ajustes nas políticas públicas: ganhou-se tempo, prazo e algum dinheiro, como já ocorreu outras vezes, mas o objetivo de desalavancar o segmento imobiliário segue intacto, mesmo com os seus óbvios efeitos colaterais sobre a economia.

Em conclusão, seguimos com grande mal-estar quanto ao comportamento da economia, e não vemos razões concretas para esperar mudanças relevantes até, pelo menos, meados do ano que vem. As políticas públicas seguem em operação, com ajustes monetários, creditícios e, principalmente fiscais²⁰. Ainda assim, a economia não dá sinais de retomada, o que só reforça o ponto que temos defendido há alguns meses: com um receituário voltado para a “Velha China”, mas com problemas cada vez mais claros na “Nova China”, as políticas são ineficientes e desfocadas, gerando retornos marginais ao crescimento cada vez mais limitados.

Incorporando os dados mais recentes, revisamos para baixo a nossa expectativa de crescimento. Para o último trimestre de 2022, esperamos expansão interanual de somente 3,6%, reduzindo o crescimento esperado para o ano a 3,2%. Os efeitos negativos da revisão são limitados para 2022, posto o avançado do ano. Há, no entanto, piora do carregamento estatístico para 2023, o que acaba sendo ampliado por uma redução do crescimento interanual esperado para o 1º trimestre do ano que vem, agora em 3,8%.

Temos enorme curiosidade para saber qual será a meta de crescimento estabelecida pelo governo para o ano que vem, além do teor do planejamento econômico quinquenal, ambos a serem divulgados na 3ª Plenária do governo, em março. Parece-nos muito difícil, ao menos para o ano que vem, que se atinja crescimento superior a 5,0%. Estimamos expansão do PIB de 4,7% em 2023. E, com a informação hoje disponível, ainda há viés de baixa.

²⁰Se entendermos como impulso fiscal orçamentário a variação do resultado primário, houve uma injeção de pouco menos de 1,5p.p. do PIB nos últimos 12 meses. Os canais parafiscais são ainda mais relevantes, mesmo que de difícil mensuração; é seguro dizer que o impulso efetivo é bem maior do que isso.



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

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

Primeiro Presidente e Fundador

Luiz Simões Lopes

Presidente

Carlos Ivan Simonsen Leal

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

Conselho Diretor

Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal

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

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

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

Conselho Curador

Presidente: João Alfredo Dias Lins (Presidente em exercício)

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

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

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

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Infraestrutura e Mercados Globais: Túlio Barbosa

Superintendência de Inovação: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação: André Lavinas

Superintendência de Publicações: Claudio Roberto Gomes Conceição

Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional: Joana Braconi



Instituto Brasileiro de Economia

Diretor

Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor

Vagner Ardeo

Boletim Macro IBRE

Coordenação geral e técnica

Silvia Matos

Revisão editorial

Fernando Dantas

Editoria de arte

Marcelo Nascimento Utrine

Equipe Permanente

Aloisio Campelo Jr.

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Daniel Duque

José Júlio Senna

Lia Valls Pereira

Livio Ribeiro

Manoel Pires

Marina Garrido

Mayara Santiago

Rodolpho Tobler

Samuel Pessôa

Viviane Seda

Advertência

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação 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 18 de novembro de 2022. 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.



OBSERVATÓRIO DA
PRODUTIVIDADE
REGIS BONELLI

Uma medida de força para a economia

O **FGV IBRE** elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais para o debate sobre o desenvolvimento do país. O site **Observatório da Produtividade Regis Bonelli** reúne uma ampla base de dados sobre a produtividade, fornecendo informações para uma maior compreensão do tema e contribuindo para a formulação de políticas públicas que possam impulsionar o crescimento.



Acesse o site

Observatório da Produtividade Regis Bonelli

Disponível em versão mobile e desktop

<https://fgv.br/ibre/observatorio-produtividade>

Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

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