

A conjuntura econômica atual e perspectivas para 2023/24

Francisco Eduardo Pires de Souza

Exposição no ONS em 10/09/2023

Nosso roteiro

- a) Uma visão geral da conjuntura em 2023: o inesperado e pouco entendido “momento mágico” (a conjuntura virtuosa)
- b) Uma interpretação do como foi possível. Entender o que vem passando é crucial para poder pensar o que pode vir pela frente.
- c) Fazer conjecturas sobre o futuro próximo (até 2024), através da apresentação de 2 cenários alternativos para os próximos 15 meses.

A conjuntura virtuosa de 2023 (até aqui)

- a. Crescimento robusto do PIB, confirmado pelos resultados do 2º trimestre recém-divulgados pelo IBGE
- b. Continuidade do forte crescimento do emprego
- c. Tudo isso com inflação em baixa
- d. E, para fechar, fortes resultados na balança comercial

O que passou foi uma surpresa para o mercado e seus analistas

Relatório Focus - Mediana das expectativas para 2023

Variável	30/12/2022	08/09/2023
IPCA (variação %)	5,3	4,9
PIB (Variação % sobre o ano anterior	0,8	2,6
Câmbio (R\$/US\$) final do ano	5,27	5,00
Selic (% a.a.), final do ano	12,25	11,75

Fonte: Banco Central do Brasil, Focus, Relatório de Mercado .

Começando pelo PIB

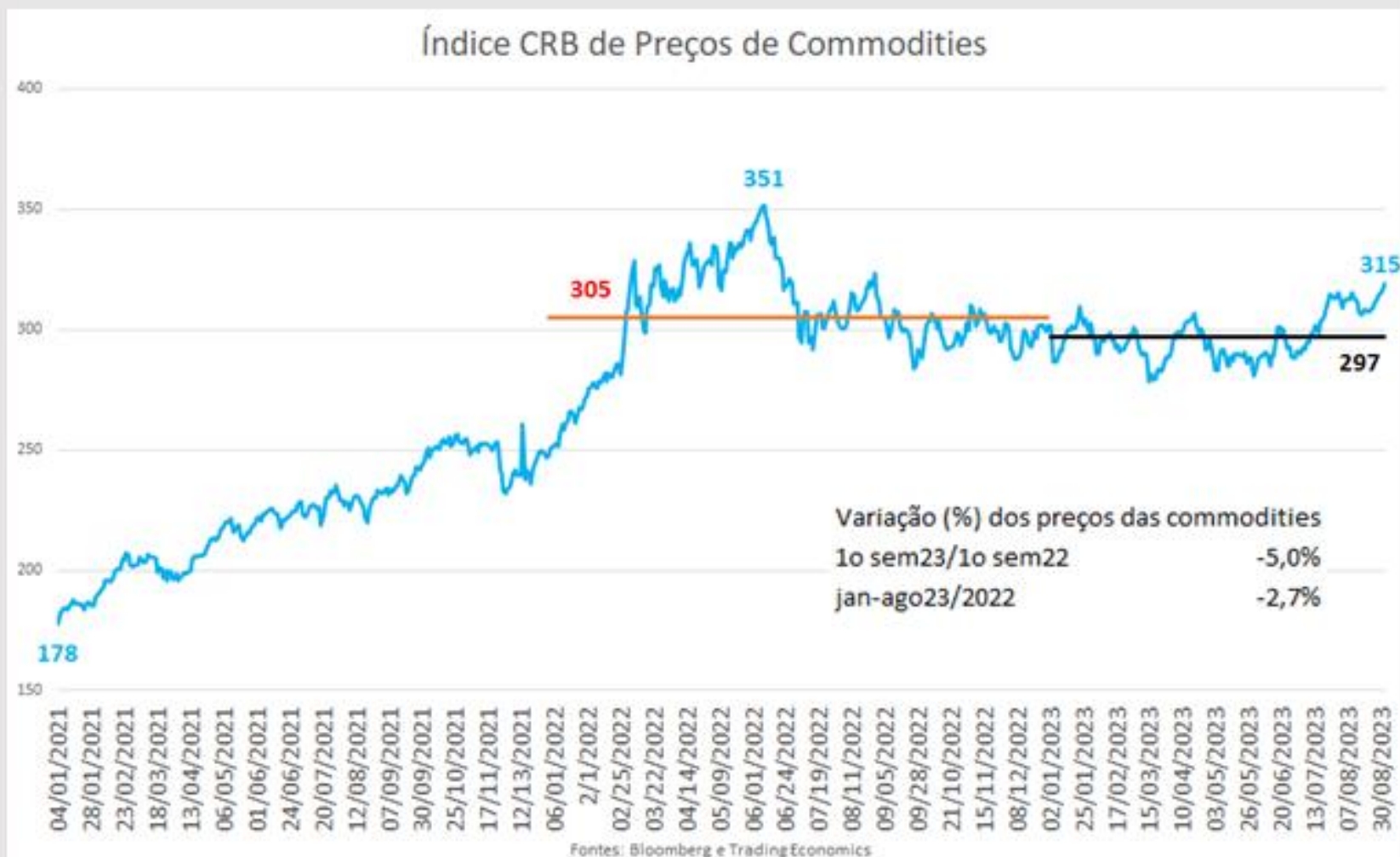
- a. No 2º trimestre o crescimento foi de 0,9% contra o trimestre anterior, puxado por serviços, com uma expansão de 0,6% e pela indústria.que cresceu 0,9%.
- b. Se as atividades econômicas ficarem estáveis (crescimento zero) até o final do ano, já estará garantido um crescimento de 3,1% em 2023
- c. Isto leva ao 3º ano consecutivo de crescimento forte (5% em 2021, 2,9% em 2022). Em consequência chegaremos ao final de 2023 com um PIB em torno de 8% acima do nível pré-pandemia.

De onde veio esse dinamismo todo e quais as perspectivas para o futuro próximo? Por que os juros altos não derrubaram a economia?

- A economia brasileira vem respondendo a dois impulsos muito poderosos neste ano:
 - A safra agrícola excepcional => agropecuária acumula uma expansão de 20% no 1º semestre; e seus efeitos de transbordamento vão da indústria de alimentos aos serviços de transporte
 - Política fiscal fortemente expansionista => poderia ser inócua para o crescimento como algumas vezes no passado recente. Bastaria que:
 - Inflação em alta corroesse salários, afetando o consumo
 - Incertezas decorrentes do expansionismo fiscal elevassem os juros e comprometessem o investimento e o consumo de duráveis

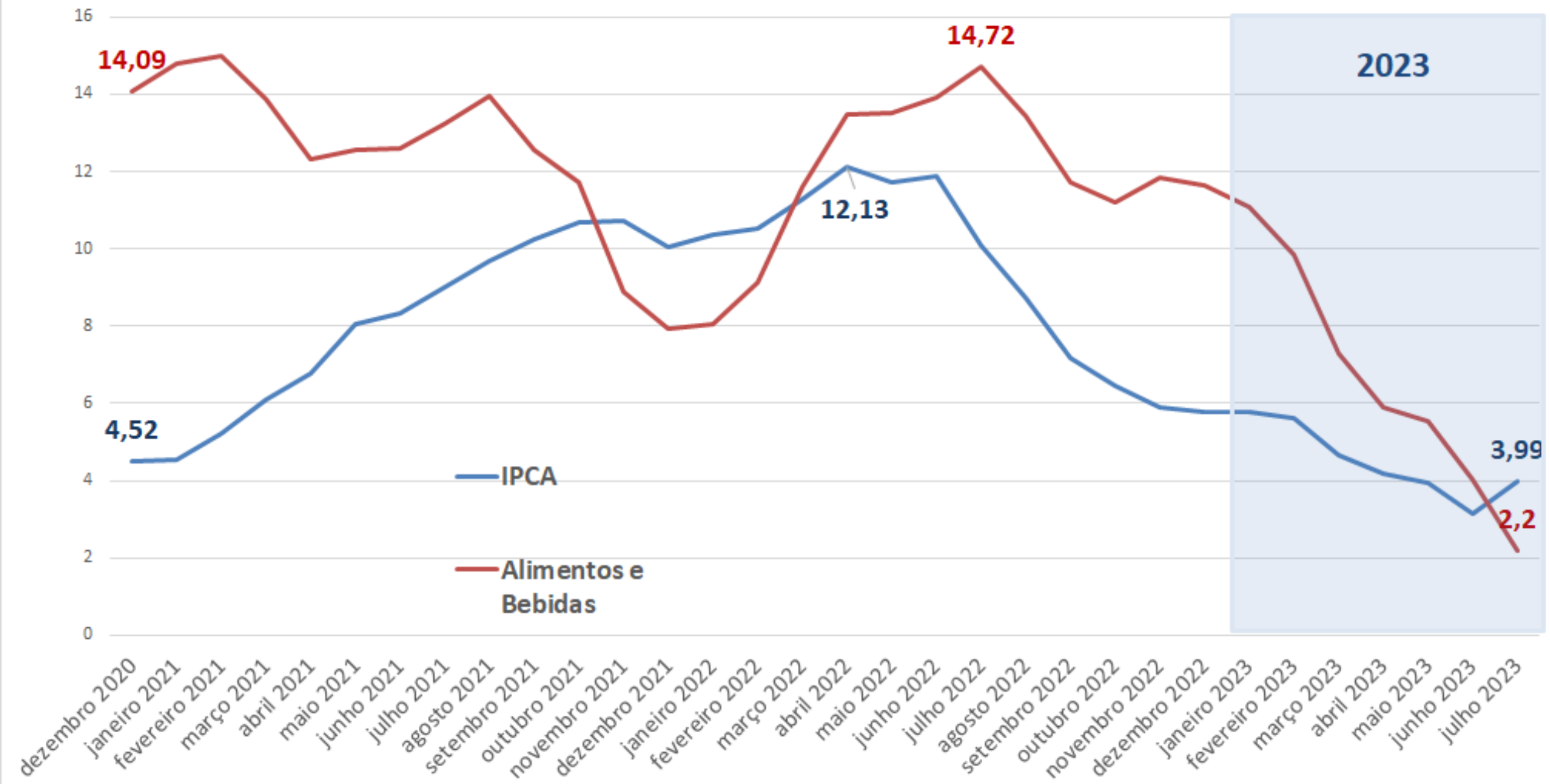
Por que a inflação caiu, apesar do crescimento econômico ter acelerado e o mercado de trabalho ter ficado mais apertado (os salários reais subiram 5% nos últimos 12 meses)?

A ajuda externa: os preços das commodities

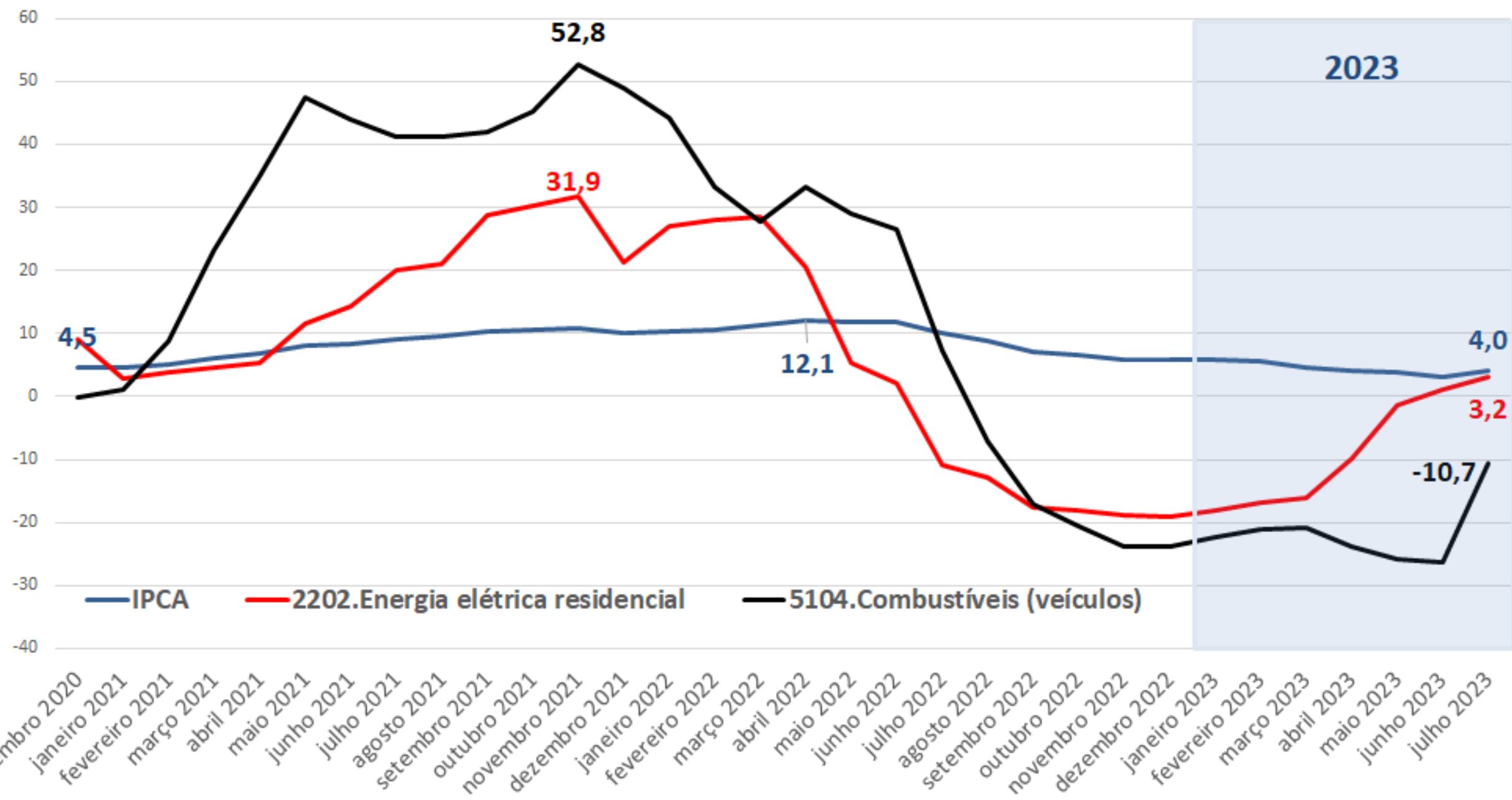


A ajuda interna: a super safra e os preços dos alimentos

Inflação medida pelo IPCA, variação acumulada em 12 meses (%)



Inflação medida pelo IPCA, variação acumulada em 12 meses (%)

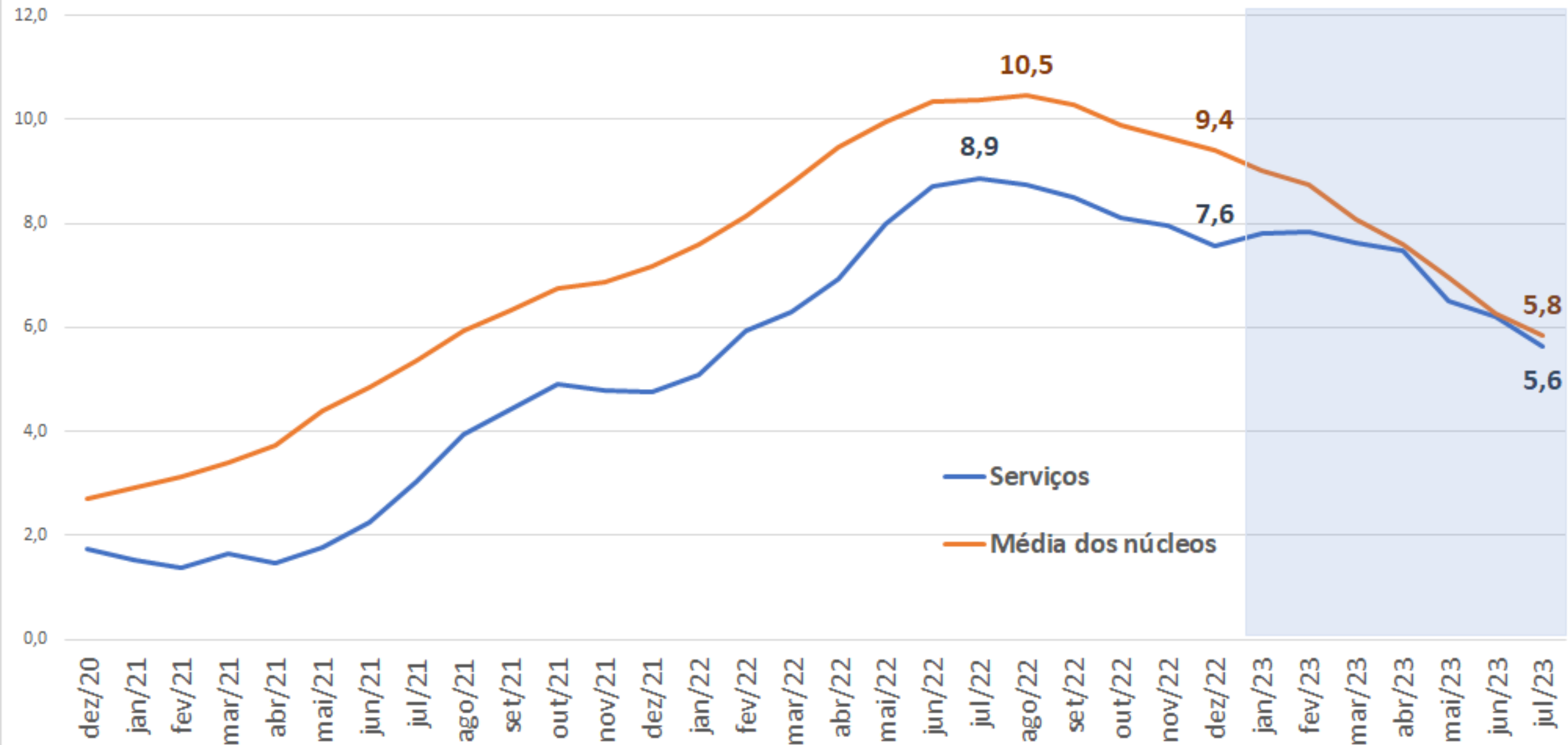


IPCA dos últimos 12 meses: componentes decisivos para o resultado

Total e Sub-itens	Pesos no IPCA	Var (%) últimos 12 meses
IPCA	100,0	4,0
Alimentação e bebidas, combustíveis e energia elétrica	31,2	0,0
Demais	68,8	5,8

Fonte: IBGE. Elaboração do autor.

Inflação do IPCA: taxas selecionadas de variação acumuladas em 12 meses (%)



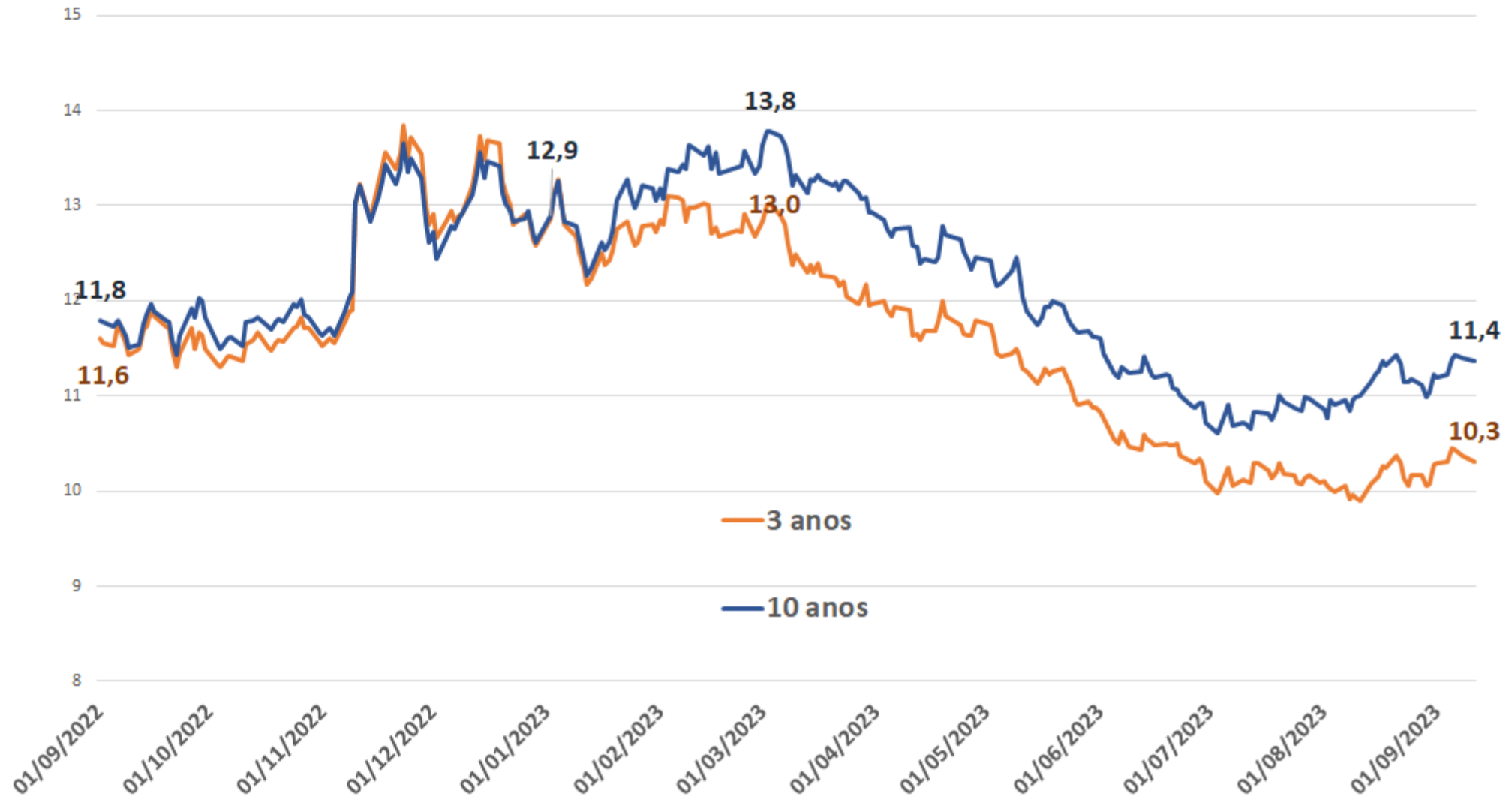
Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais.

Aumento do rendimento do trabalho + aumento das transferências governamentais às famílias + inflação em queda => consumo das famílias cresceu a um ritmo (anualizado) de 3,4% no primeiro semestre, ajudando a impulsionar o PIB!

E por que os efeitos expansionistas diretos da expansão fiscal predominaram sobre os efeitos negativos sobre as expectativas?

- O arcabouço fiscal, com todos os seus problemas, contribuiu para uma percepção de que não haveria uma perda de controle sobre as contas públicas e sobre a trajetória do endividamento
- Em consequência houve melhoria dos indicadores financeiros, como a queda dos juros futuros, contribuindo positivamente para o crescimento.

Taxas de Juros de Longo Prazo (Swap Pre x DI)

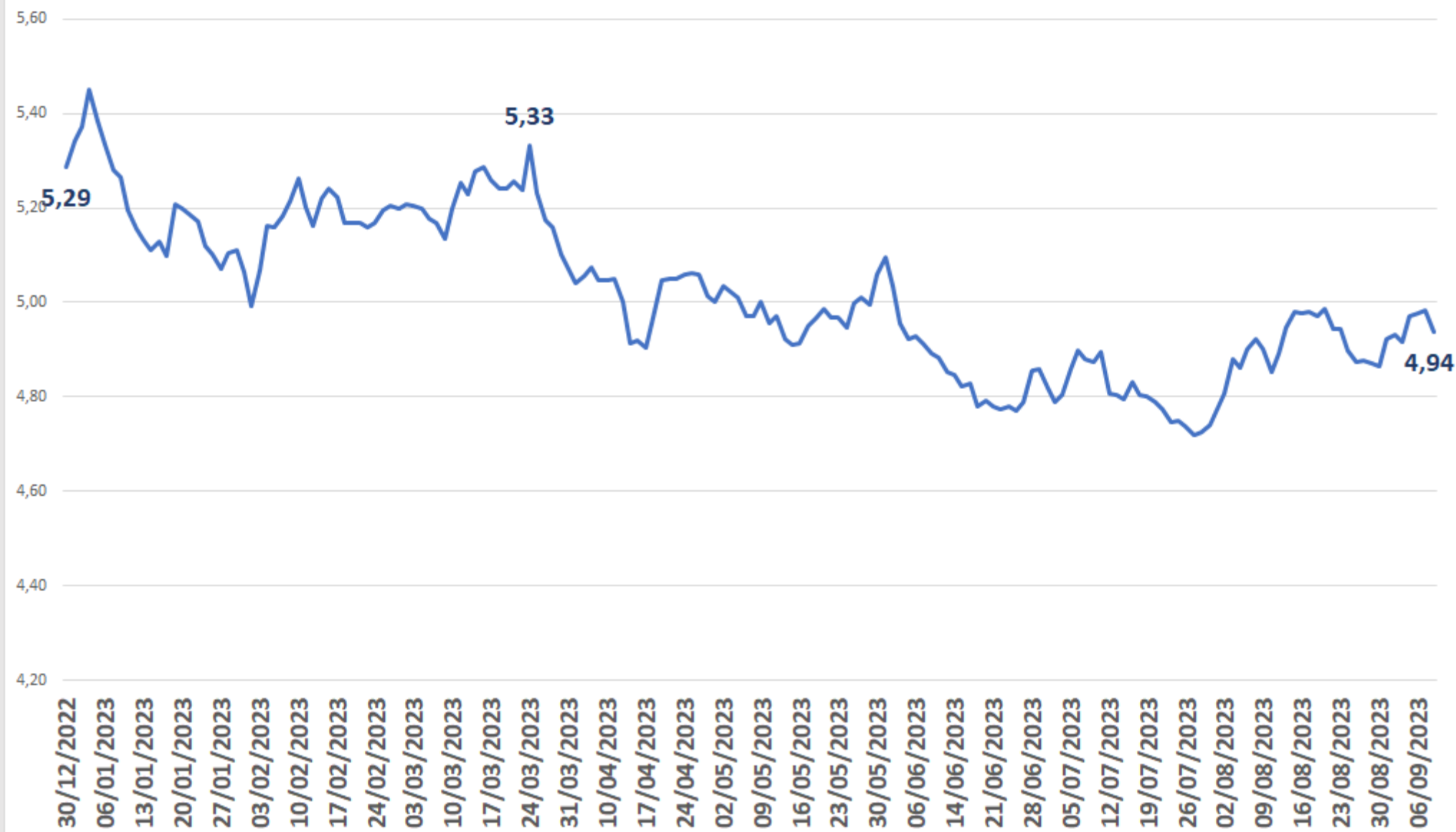


IBOVESPA



Fonte: Investing. Último Dado: 01/09/2023

Evolução da taxa de câmbio R\$/US\$ em 2023



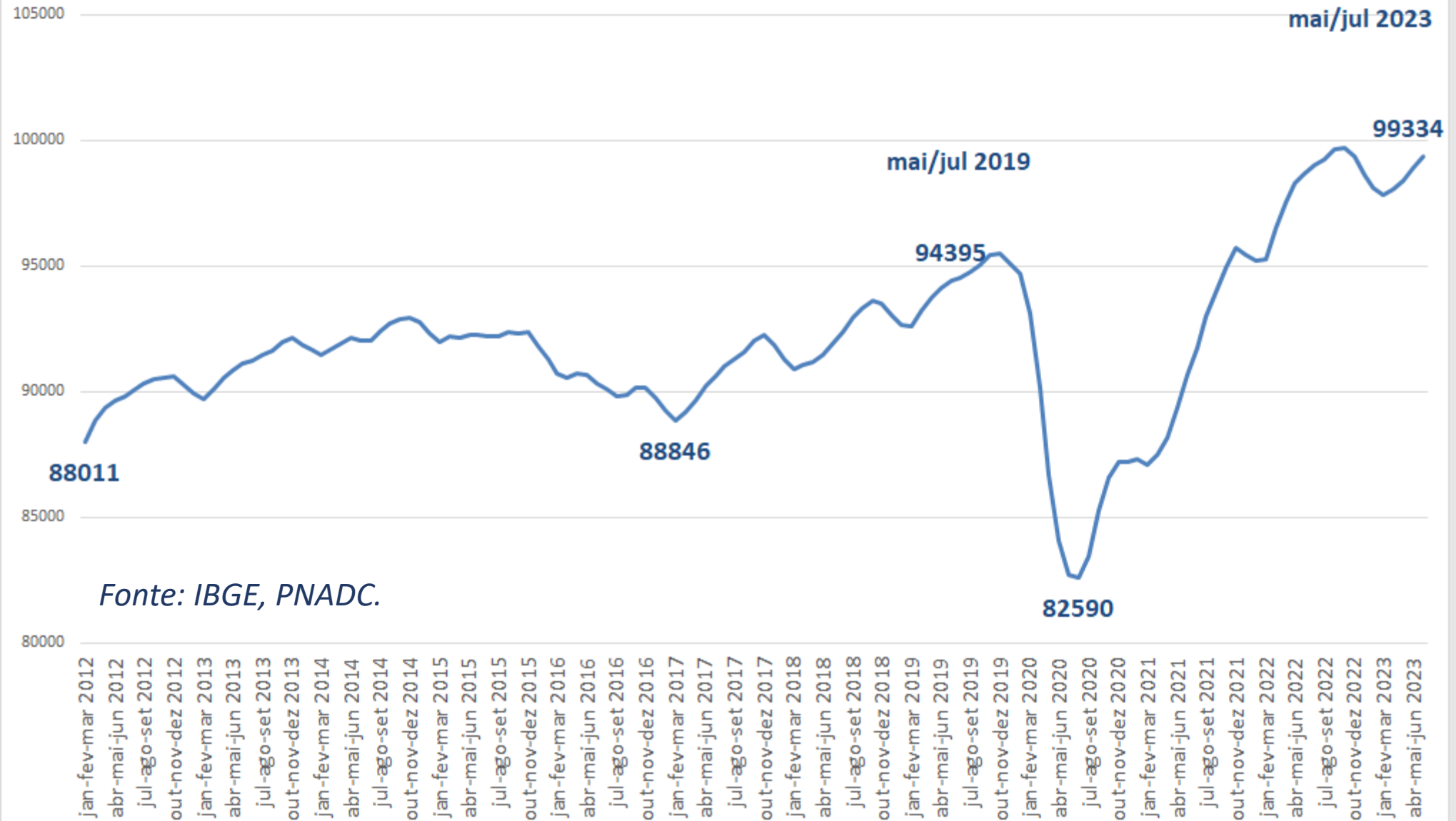
Índices da taxa de câmbio nominais

Moeda	30/12/2022 (D)	11/09/2023 (G)	Variação no ano (G/E)
Real (PTAX/BCB)	100,0	93,4	-6,6%
Peso argentino	100,0	198,0	98,0%
Lira turca	100,0	143,6	43,6%
Moedas Emergentes exc. CH, RU, AR e TR	100,0	104,9	4,9%
Dollar Index (cesta/dolar)	100,0	101,0	1,0%

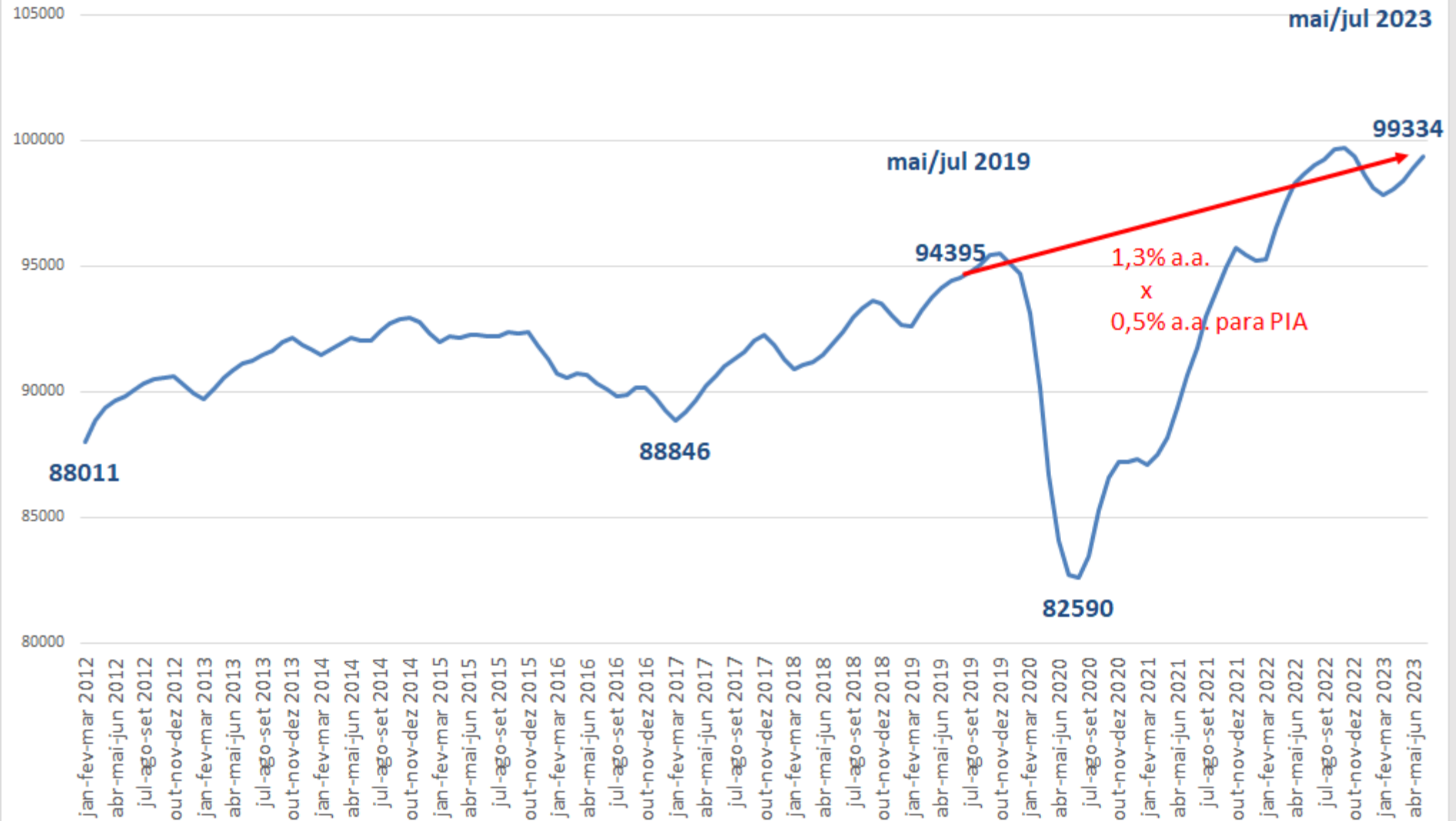
Fonte: BCB

Agora o ingrediente mais desafiador das
surpresas: o comportamento do emprego (e esta
surpresa já vem de bastante tempo)

População Ocupada



População Ocupada



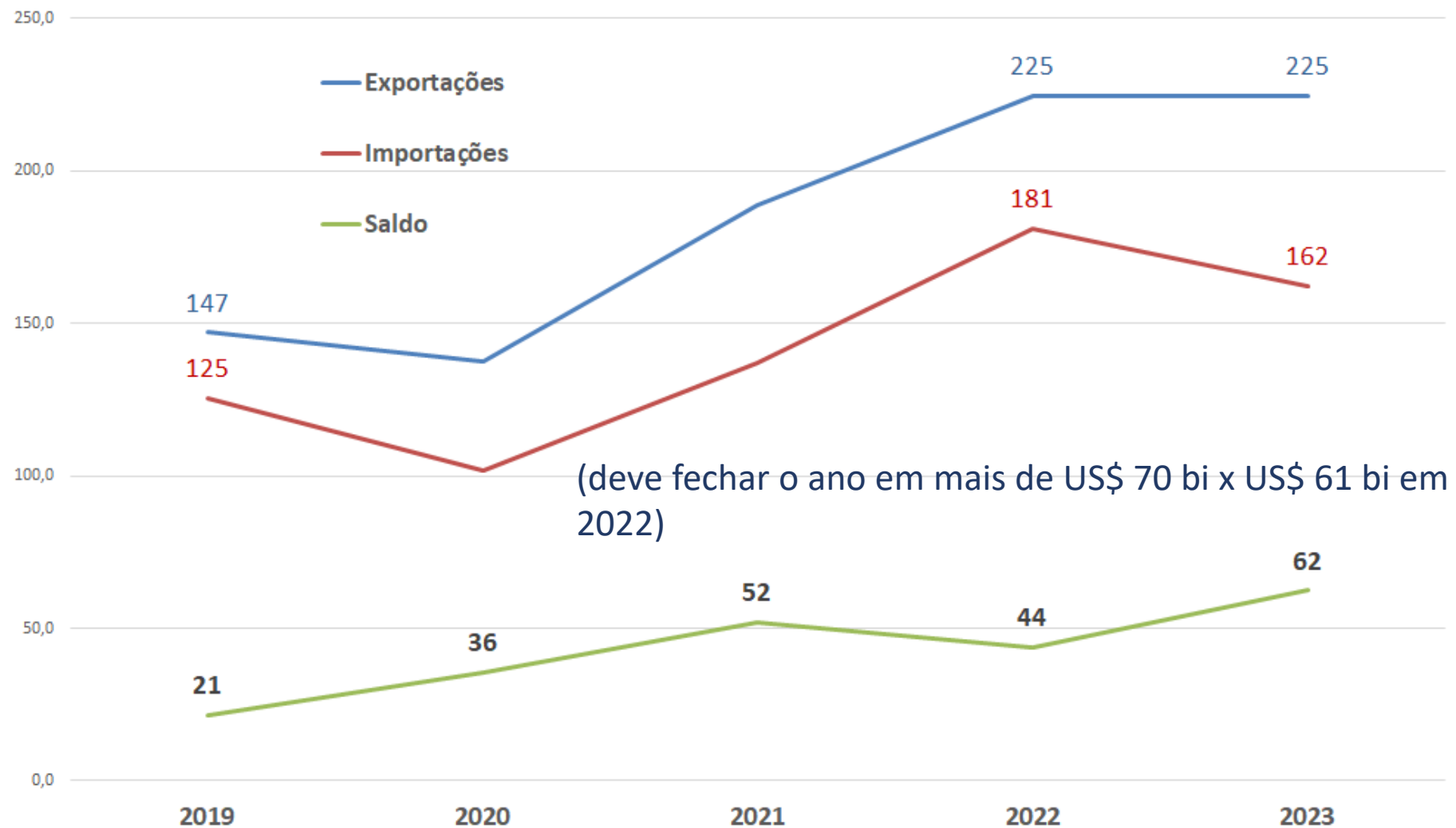
O Emprego formal, apurado pelo CAGED

- Aumento do emprego formal (criação líquida de postos de trabalho formais): 1,6 milhão nos últimos 12 meses (e 1,16 milhão neste ano até julho).
- É muito diante da atual dinâmica demográfica brasileira.
- A população de 15 a 64 anos está crescendo no momento, cerca de 700 mil pessoas por ano
- Ou seja, este ritmo de expansão do emprego é improjetável, exceto por um período muito curto.
- Quão curto? Olhando para a taxa de desemprego podemos ter uma primeira noção.

Taxa de desemprego em níveis baixos pelos padrões históricos



Balança Comercial Brasileira - janeiro-agosto (US\$ bilhões)



E daqui para frente? O que esperar?

- Para ajudar a pensar cenários alternativos até o final de 2024, vamos agora tratar do problema macroeconômico que tem estado no centro das preocupações nos últimos anos: a questão fiscal.
- O arcabouço foi bem recebido pelas razões já apontadas. Mas ele tem alguns graves problemas.
- Este pode ser um dos calcanhares de Aquiles da economia no futuro próximo. Vejamos os desafios que estão postos para que o arcabouço seja bem sucedido.

O 1º desafio do arcabouço: a expansão requerida da arrecadação do governo para cumprir as metas de resultado primário

Cenários 3 (3a, 3b e 3c)						
Cenário	$\Delta Y/Y$	T/Y em %				
		2023	2024	2025	2026	Var. 23-26 em pp
3a	2,0%	18,70%	19,29%	19,89%	20,48%	1,78%
3b	2,5%	18,70%	19,20%	19,70%	20,20%	1,50%
3c	3,0%	18,70%	19,11%	19,51%	19,92%	1,22%

Cenário 3:

- Premissas: a) superávit primário é cumprido; b) gastos crescem 2,5% a.a.
- Resultado: receita do governo tem que crescer 1,78 pontos percentuais do PIB. Mesmo na hipótese do PIB crescer 3% a.a., a receita deveria crescer 1,22 pontos percentuais do PIB, o que parece improvável.
- Além do mais, este é um piso, já que há despesas não sujeitas ao limite de 2,5%, que devem crescer mais.

2º desafio do arcabouço: a necessidade de compressão de gastos discricionários, com pessoal e outros, para cumprir o teto de 2,5%

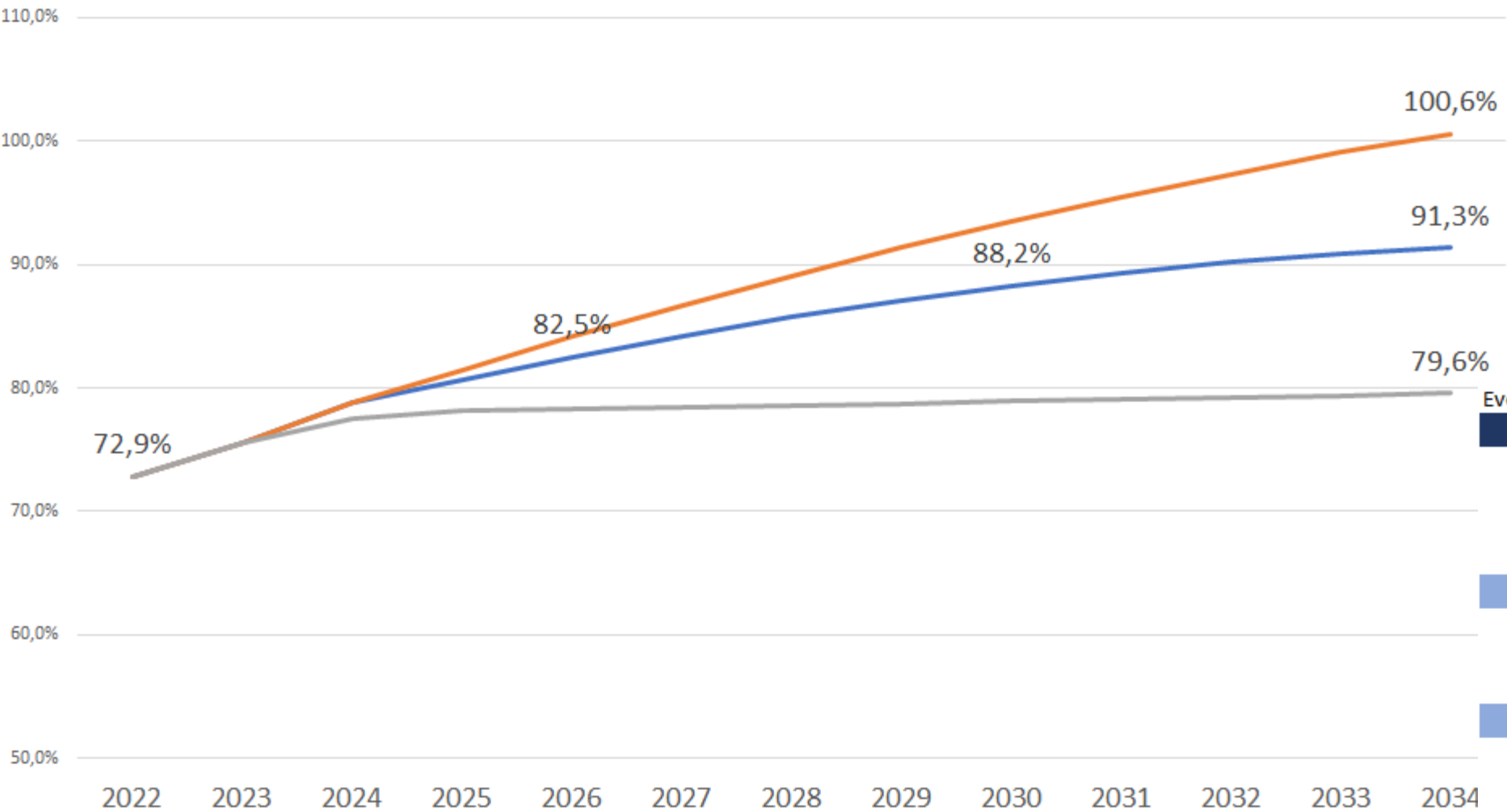
Projeção da despesa do governo central para 2024

Natureza da despesa	Indexador	Variação real estimada	Participação nas despesas primárias	Contribuição para o aumento das despesas
(1) Principais Despesas primárias vinculadas obrigatórias		7,16%	63,1%	4,52%
BPC	SM	6,0%	4,4%	0,3%
INSS	SM	4,3%	42,2%	1,8%
Abono e Seguro Desemprego	SM	2,9%	3,5%	0,1%
Mínimo em Custeio Saúde (15% da RCL)	Receita	25,8%	8,2%	2,1%
Mínimo em Custeio Educação (18% dos Impostos Federais)	Receita	5,0%	4,9%	0,2%
(2) Demais despesas		-5,47%	36,9%	-2,0%

Fontes: Tesouro Nacional, Avaliação do 3o bimestre. Ministério do Planejamento e Orçamento, PLOA 2024.

3º desafio do arcabouço: a dívida pública (% do PIB) não se estabiliza

Cenários para a Evolução da dívida bruta/PIB



Evolução da dívida bruta

Ano	sp	g	r	dt
2022	1,2%	2,9%	3,5%	72,9%
2023	-1,4%	3,1%	5,0%	75,6%
2024	0,0%	1,5%	4,0%	77,5%
2025	0,5%	2,0%	3,5%	78,1%
2026	1,0%	2,0%	3,5%	78,3%
2027	1,0%	2,0%	3,5%	78,4%
2028	1,0%	2,0%	3,5%	78,6%
2029	1,0%	2,0%	3,5%	78,7%
2030	1,0%	2,0%	3,5%	78,9%
2031	1,0%	2,0%	3,5%	79,1%
2032	1,0%	2,0%	3,5%	79,2%
2033	1,0%	2,0%	3,5%	79,4%
2034	1,0%	2,0%	3,5%	79,6%

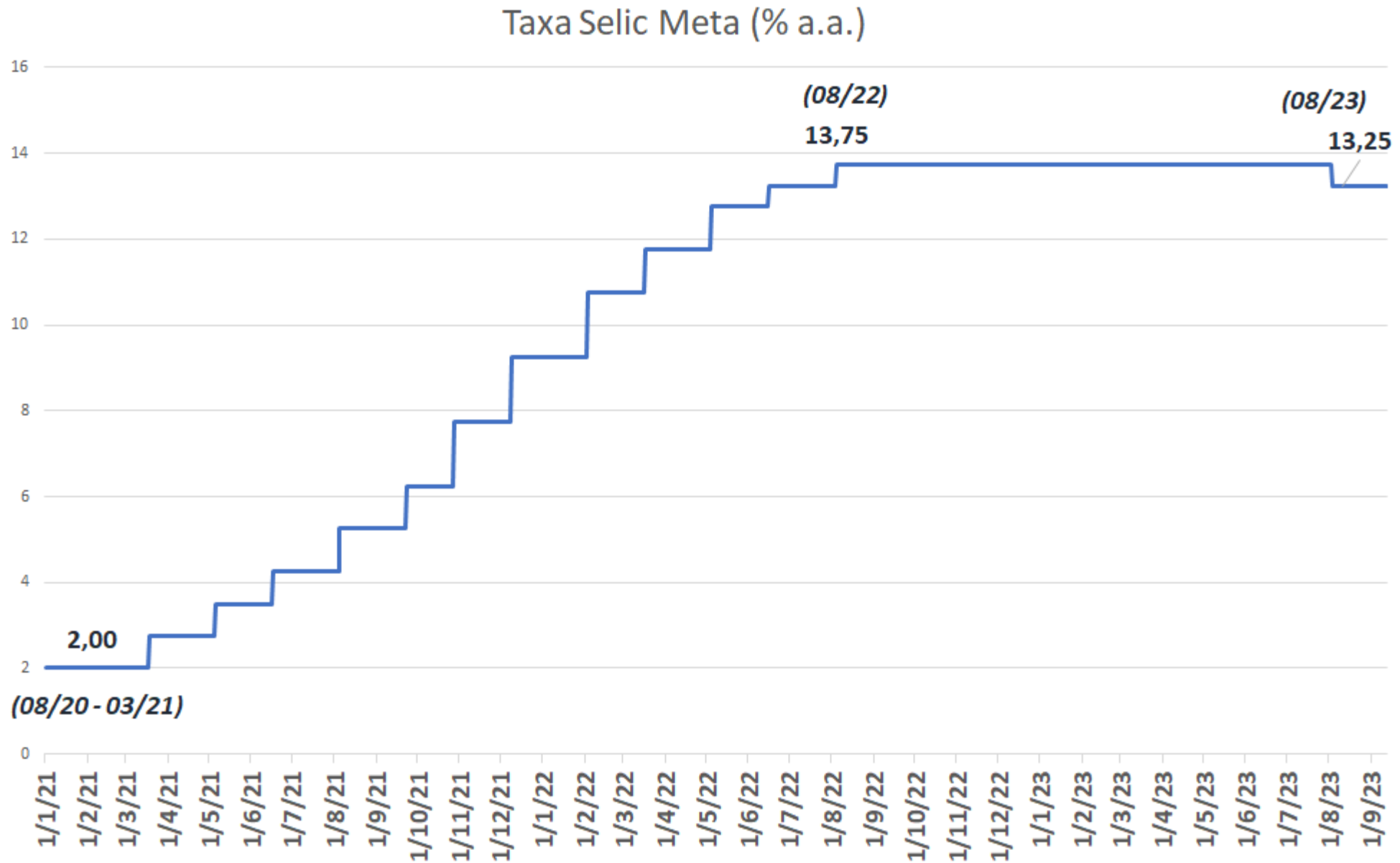
Fatores que tendem a influenciar o crescimento do PIB em 2022

Fatores expansionistas	Fatores Incertos	Fatores contracionistas
1. Ciclo de queda da taxa de juros	1. Incerteza e investimento	1. Contração fiscal do governo central???
2. MCMV e PAC => construção civil	2. Guerra na Ucrânia	2. Efeitos negativos de uma alta da inflação sobre a renda real do trabalho (cenário focus???)
3. Aumento dos gastos públicos relacionados às eleições municipais	3. Rating	3. Efeitos da incerteza relacionada às eleições sobre o investimento
4. Alívio no endividamento das famílias (desenrola + queda dos juros)	4. Preços de commodities	4. Economia mundial (EUA, Europa, China) e tensões geopolíticas => X↓

Cenário 1: Continuidade com desaceleração

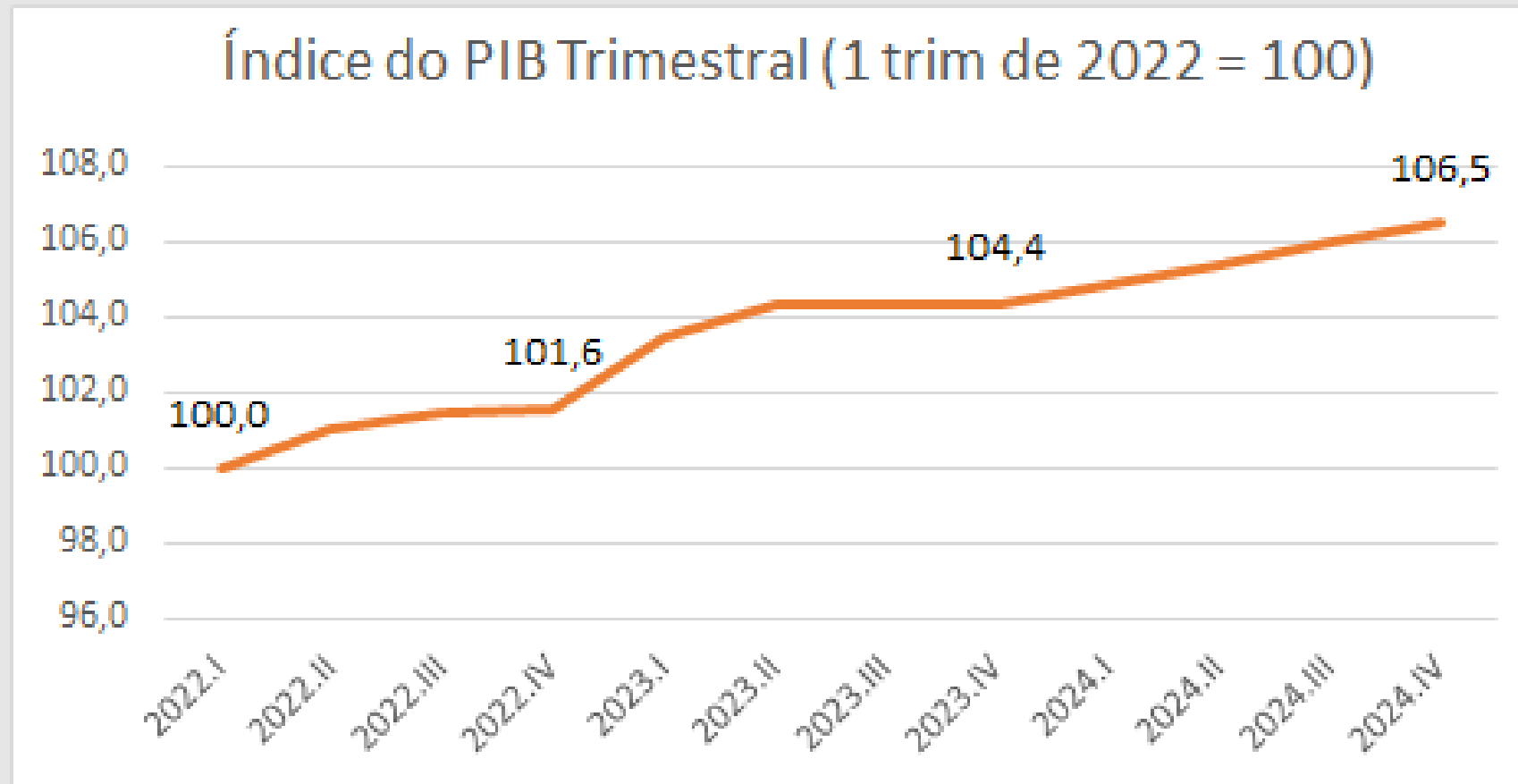
- Descumprimento das metas fiscais é parcial, bem resolvida institucionalmente e não afeta negativamente as expectativas;
- preços do petróleo e demais commodities: mantém-se num intervalo próximo ao atual
- mercado de trabalho mantém-se aquecido mas abaixo da NAIRU
- Neste contexto o ciclo de queda dos juros prossegue e estimula a economia juntamente com fatores como investimento em construção residencial e infra-estrutura.
- Por que desacelera? Porque não conta mais com os dois fortes propulsores de 2023 – expansão agropecuária e choque fiscal expansionista.

O Ciclo da Taxa de Juros (Selic Meta)



Cenário 1: Continuidade com desaceleração

Ano	Taxa de Cresc (%)	Ponta a Ponta	Carry Over
2022	3,0%	2,5%	0,5%
2023	3,1%	2,8%	0,2%
2024	1,5%	2,0%	0,7%

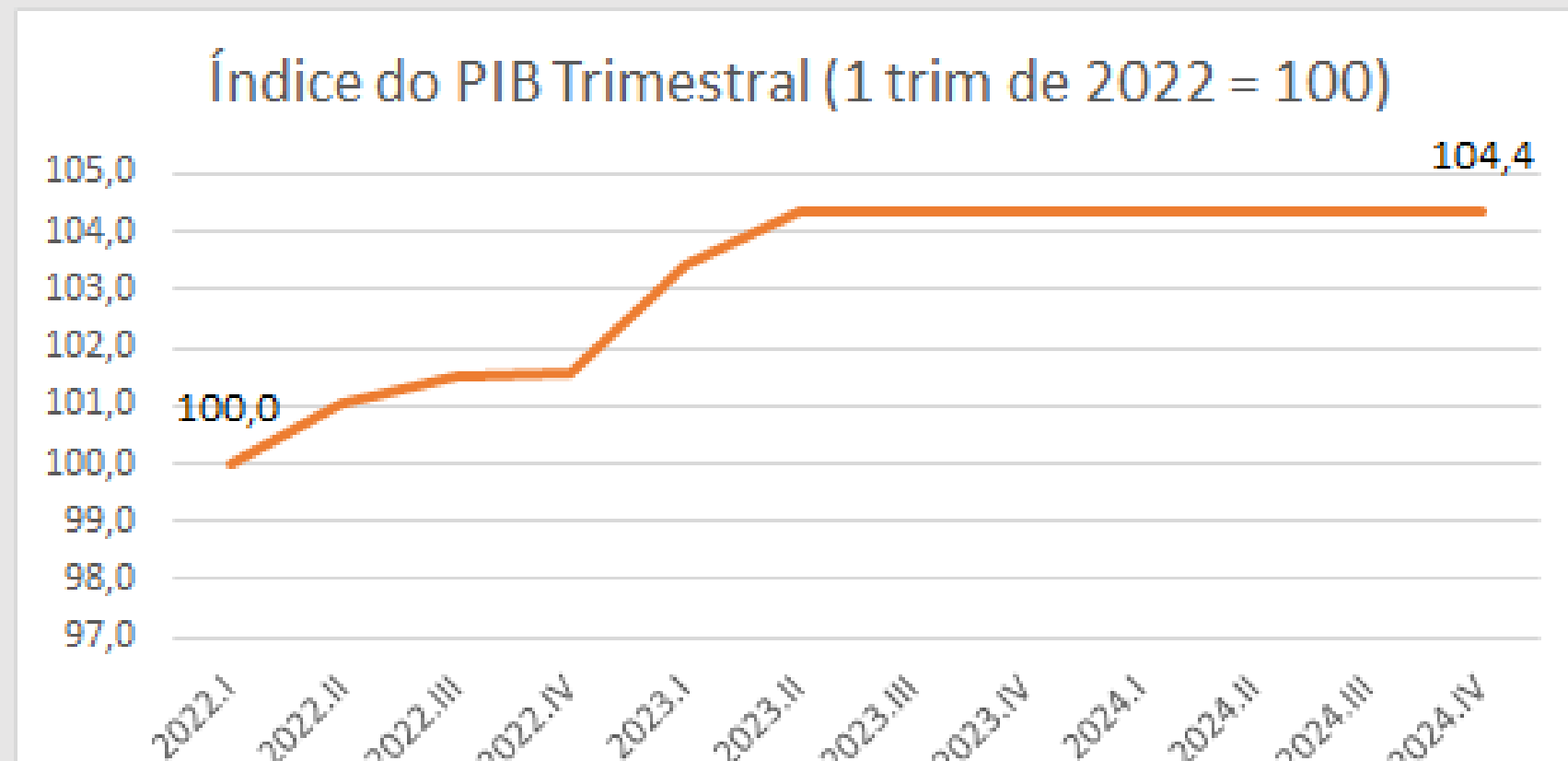


Cenário 2: Estagflação

- Características: aceleração da inflação, deterioração das expectativas e estagnação.
- Causas => combinação de um ou mais dos seguintes fatores negativos:
 - descumprimento por larga margem das regras fiscais do arcabouço => conflitos dentro do governo e entre este e o Congresso;
 - deterioração das expectativas dos agentes econômicos, com alta dos juros futuros e do dólar;
 - pressão no mercado de trabalho levando à alta da inflação;
 - Preços do petróleo e alimentos em trajetória de alta (conflitos geopolíticos)
- Consequências: corrosão dos salários reais; encurtamento do ciclo de redução dos juros; investimento em queda por causa do aumento da incerteza econômica.

Cenário 2: Estagflação

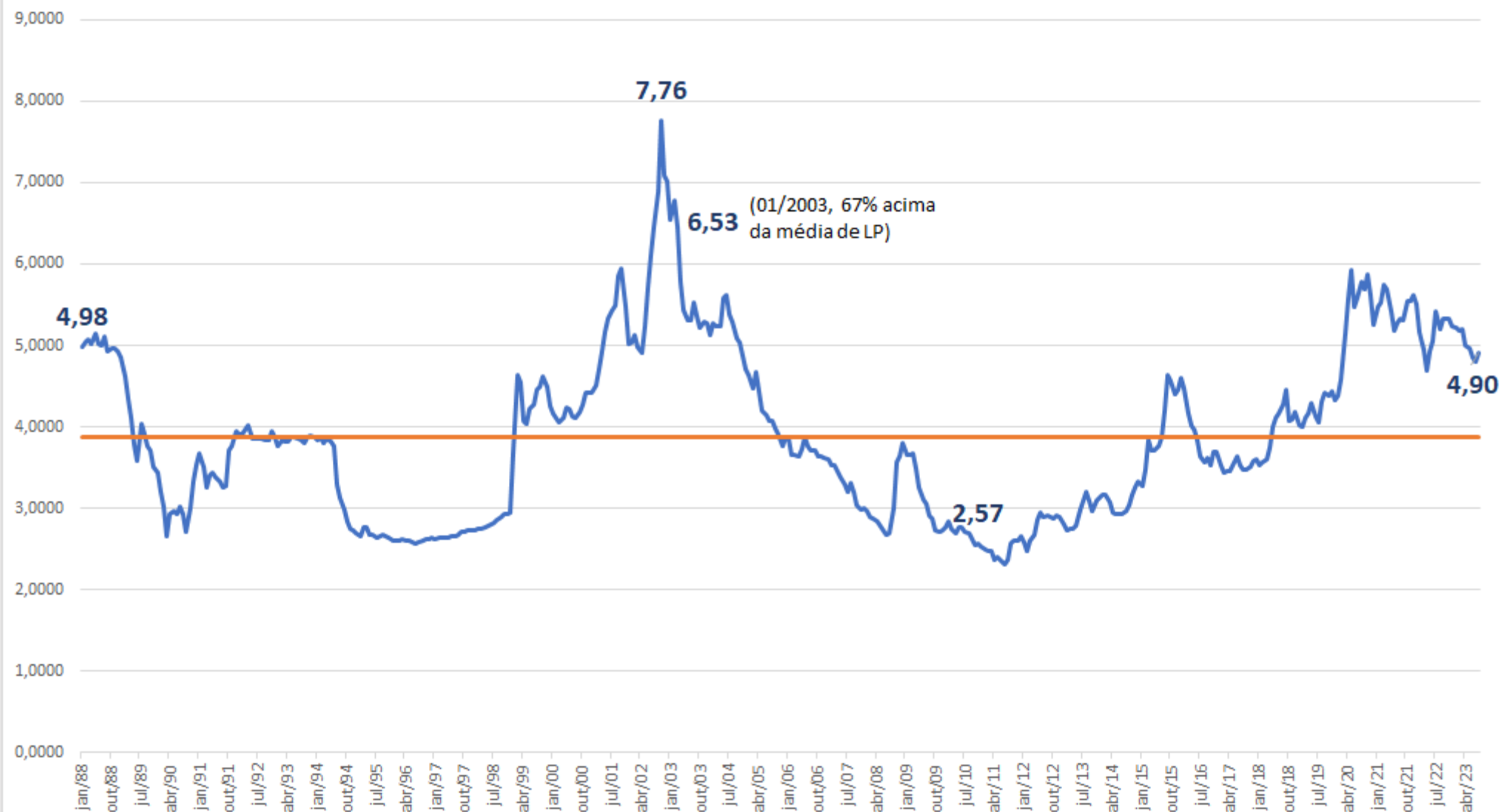
Ano	Taxa de Cresc (%)	Ponta a Ponta	Carry Over
2022	3,0%	2,5%	0,5%
2023	3,1%	2,8%	0,2%
2024	0,2%	0,0%	0,0%



Cenários para 2024

Variável	Cenários Mais Prováveis		Cenários Extremos (baixíssima probabilidade)	
	Continuidade com desaceleração	Estagflação	Lula (2003-10)	Dilma (2014-16)
Crescimento do PIB	1,5%	0,2%	4,1%	-2,1%
Inflação	4,0%	6,5%	5,8%	7,8%

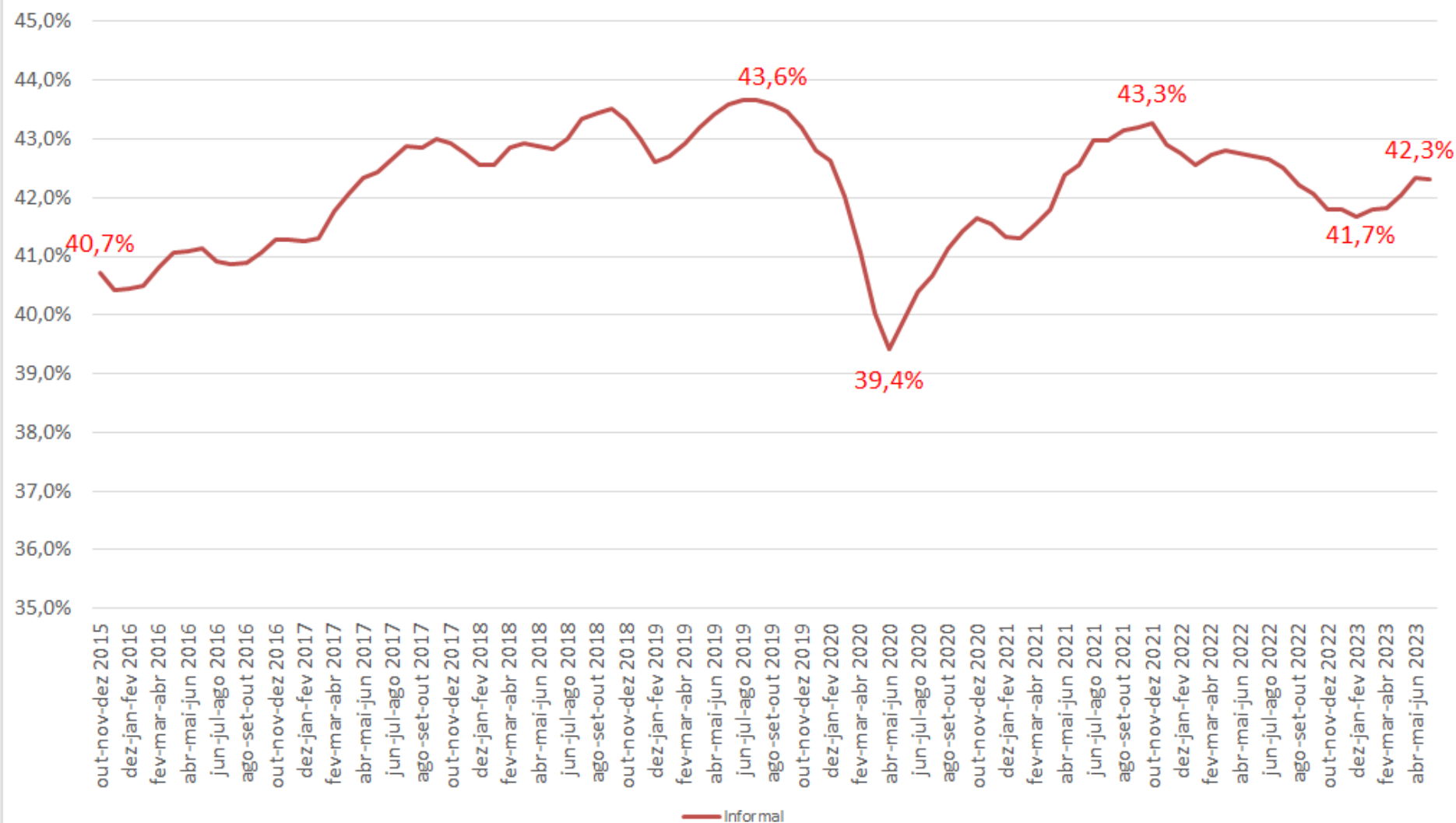
Taxa de Câmbio R\$/US\$, em Reais de agosto de 2023



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Anexos

Composição da População Ocupada: Ocupação Formal x Informal (%)



Ocupação por grupamento de atividades, índices (trimestre mai-jul/2019 = 100)

Trimestre Móvel	Total	Agropecuária	Indústria geral	Construção	Comércio e oficinas mecânicas	Transporte, armazenagem e correio	Alojamento e alimentação	Informação, comunicação, atividades financeiras, etc	Administração pública, educação e saúde	Outros serviços	Serviço doméstico
mai-jul/2019	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
mai-jul/2022	104,5	101,6	102,8	109,5	107,0	104,9	98,7	108,7	106,2	100,6	95,6
mai-jul/2023	105,2	96,4	103,4	105,0	105,4	109,1	99,5	114,4	110,5	101,6	96,1

Fonte: IBGE.

Δ Produtividade

Recuperação residual da pandemia em curso

Mudança estrutural?

Índices da taxa de câmbio nominais

Moeda	31/12/2019	30/12/2022	11/08/2023	11/09/2023	Variação último mês
	(A)	(D)	(E)	(G)	(G/E)
Real (PTAX/BCB)	100,0	131,5	121,7	122,8	0,92%
Peso argentino	100,0	295,2	479,9	584,5	21,80%
Lira turca	100,0	314,6	454,6	451,9	-0,61%
Moedas Emergentes exc. CH, RU, AR e TR	100,0	109,8	115,1	115,2	0,09%
Dollar Index (cesta/dólar)	100,0	107,9	107,2	109,0	1,68%

Fonte: BCB

(1) Cesta de moedas de 6 economias exportadoras de commodities (excl. Brasil): Austrália, Canadá, Chile, Nova Zelândia, Rússia e África do Sul.

(2) Cesta de moedas de 14 economias emergentes: Argentina, Chile, México, Índia, China, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Tailândia, Taiwan, Polônia, Rússia, Turquia e África do Sul.

(3) Cesta de moedas das economias emergentes acima, exceto a China.

(4) O índice do dólar está medido como o valor de uma cesta de moedas em relação ao dólar, ou seja: aumento = apreciação do dólar.

(5) Todos os índices medem a evolução da relação moeda ou cesta por dólar. Logo aumento significa depreciação da moeda ou cesta em relação ao dólar; e diminuição significa apreciação.

Taxas de Juros de Longo Prazo (Swap Pre x DI)

