

Cenário Macro

**Curto prazo mais favorável
com riscos a médio prazo**

Silvia Matos (IBRE/FGV)

05 de Dezembro de 2019

Economía Internacional

Economia Internacional

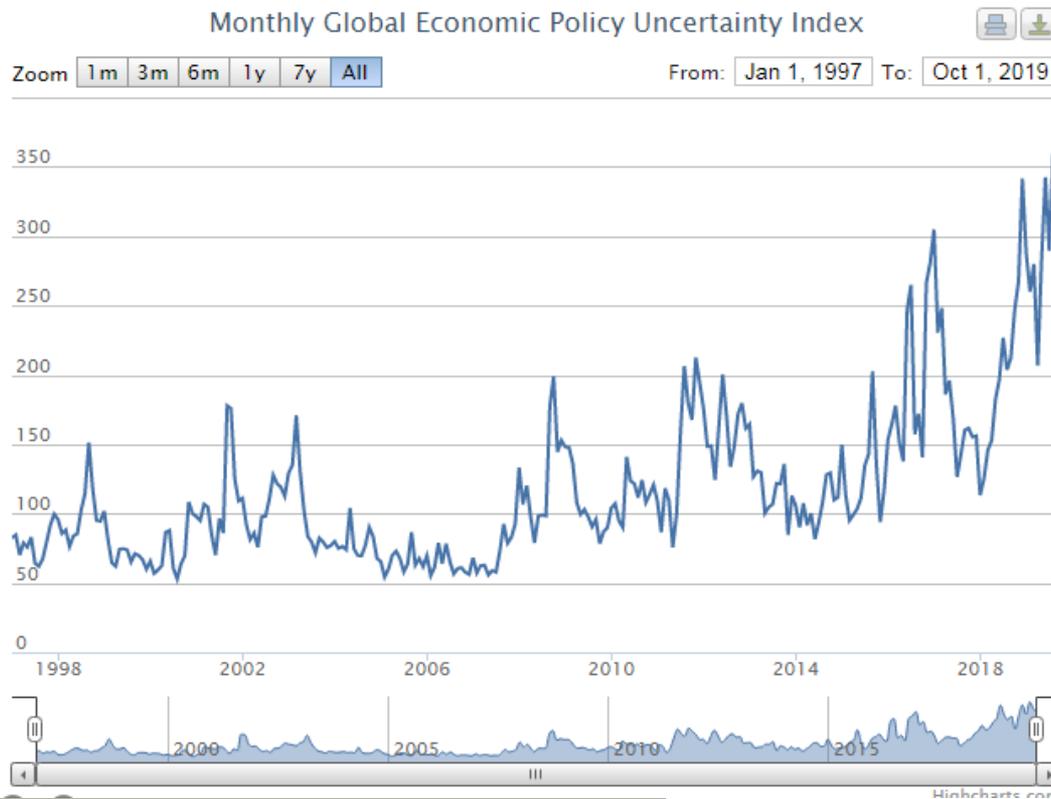
Desaceleração global, guerra comercial e geopolítica

- **Depois de meses de piora contínuo nos dados de crescimento, houve certa moderação recente**
 - Indicadores qualitativos ainda são muito ruins, mas pararam de piorar
 - Manufaturas e PIB deram sinais de estabilização no 2019.Q3
 - Comércio continua desacelerando, mas isso não é uma surpresa
 - Incerteza continua elevada e preços caem – também, sem surpresas
- **Nesse cenário, a agenda de estímulos continua – mas começa a ser, pelo menos relativizada**
 - Começam a aparecer os primeiros debates sobre a conveniência de continuar provendo estímulos monetários adicionais
 - Enquanto nada se decide, tudo corre como antes: mais busca por ativos de risco (destacando bolsas e *high yield* emergente)

Economia Internacional

Desaceleração global, guerra comercial e geopolítica

- **É um mundo bastante confuso e propenso a solavancos**
 - Seja na seara geopolítica, na comercial ou na das políticas públicas, dúvidas sobre o futuro estão em níveis historicamente elevados
 - Falta de previsibilidade afeta especialmente as decisões longas (investimentos) e implica em intensa busca por proteção

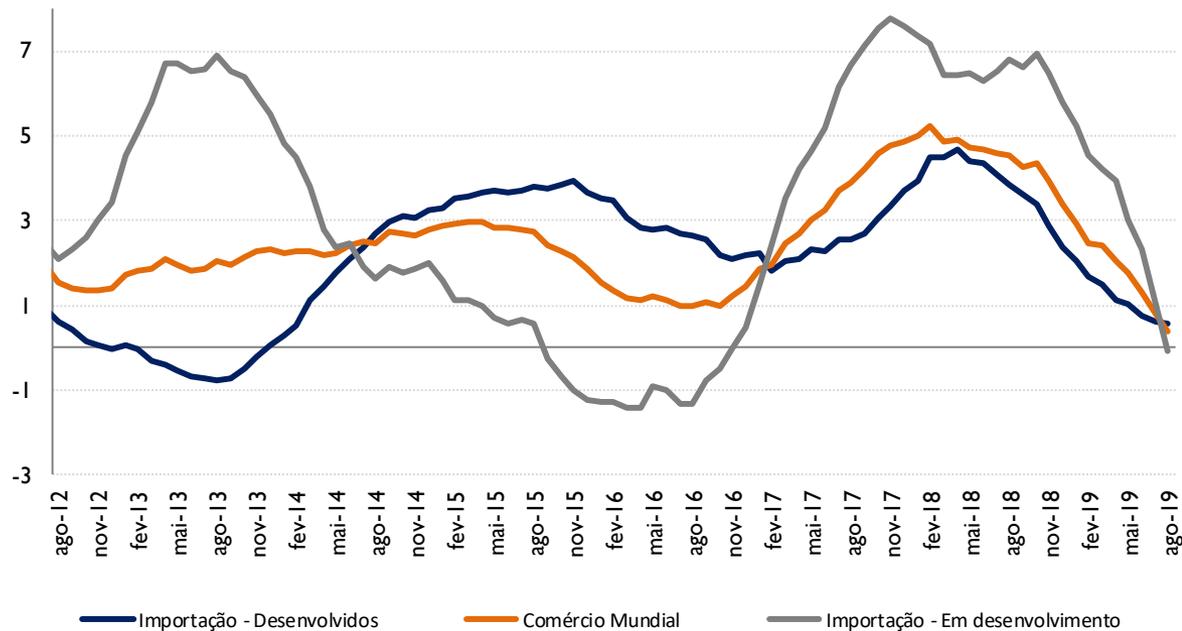


Economia Internacional

Desaceleração global, guerra comercial e geopolítica

- Como esperado, comércio global desacelera profundamente. Contaminação das cadeias de valor (especialmente na Ásia), sinais mais fracos de crescimento global e incertezas vão continuar se espalhando

Quantum do comércio mundial e quantum de Importação para grupos de países
(valores acumulados em 12 meses, %, agosto de 2019)



Economia Internacional

China: Entre a transição estrutural e os estímulos para evitar uma conjuntura desfavorável

- **PIB chinês desacelerou para 6,0% YoY no 2019.Q3**
 - Composição mostra uma desaceleração relevante da demanda, tanto externa como doméstica (nos investimentos e no consumo)
 - Políticas públicas continuam ativas em um cenário de fundo perturbador
 - Começamos a flertar com a ruptura da zona de conforto
- **Sabemos que o cenário é adverso: paciência, suporte e preocupação são as palavras de ordem**
 - Na guerra comercial, EUA e China continuam dançando: esperança de um *mini-deal*, mas nada estrutural a caminho
 - Questões de transmissão da política monetária parecem ter melhorado, mas ainda vemos problemas na renda das famílias, nos balanços e no consumo
 - Governo fica cada vez mais ativo e entrega cada vez menos...

Economia Internacional

Cenário Mudou: Impactos no Brasil

- Ambiente de incerteza leva à maior volatilidade nos mercados
- Juros internacionais baixos, mas não por um bom motivo. Mudanças no apetite ao risco podem ser mais um desafio para o Brasil
- Cenário global de dólar forte. Real tem sofrido e fatores domésticos explicam uma parcela deste movimento também

Economia Doméstica: Perspectivas para 2019 e 2020

Economia Brasileira em 2019 e 2020

Retomada Gradual do Crescimento e Muitos Desafios

- Como esperado, a economia acelerou no segundo semestre. Esperamos que o PIB cresça 1,2% em 2019. Para 2020, a nossa previsão de crescimento é de 2,2% (carregamento estatístico em torno de 1,0%)
- Após um período de maior pessimismo quanto ao desempenho futuro da economia, o quadro atual mostra uma melhora bem gradual da confiança
- Mas, se por um lado há sinais de retomada, por outro lado fica claro que ela é muito heterogênea e desigual

Economia Brasileira em 2019 e 2020

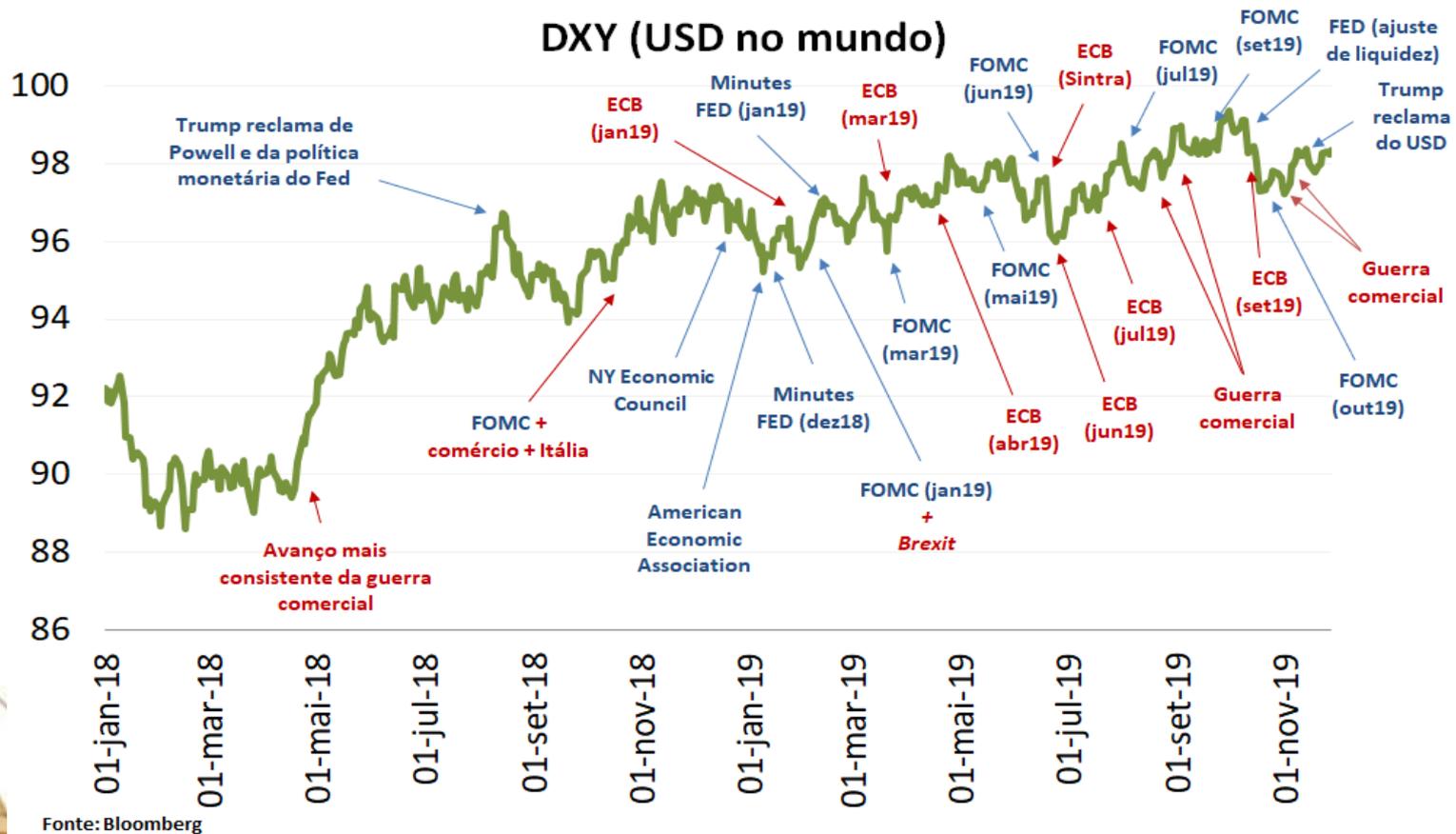
Retomada Gradual do Crescimento e Muitos Desafios

- Os núcleos de inflação continuam benignos. A inflação deve ficar em torno de 4,0% em 2019, devido a choques de preços de alimentos e administrados, e 3,9% em 2020. Isso permitiu uma nova rodada de queda da taxa de juros. Esperamos uma taxa de juros de 4,5% neste ano e no ano que vem
- Desafios para aceleração do crescimento permanecem e são difíceis de serem resolvidos em um ambiente político conturbado:
 - O ajuste fiscal ainda não está consolidado
 - Baixa produtividade da economia e ineficiências microeconômicas

Taxa de câmbio

Piora do cenário internacional, mas doméstico não ajuda

- Dólar (USD) continua oscilando ao sabor do noticiário – mas sem perder a sua força relativa

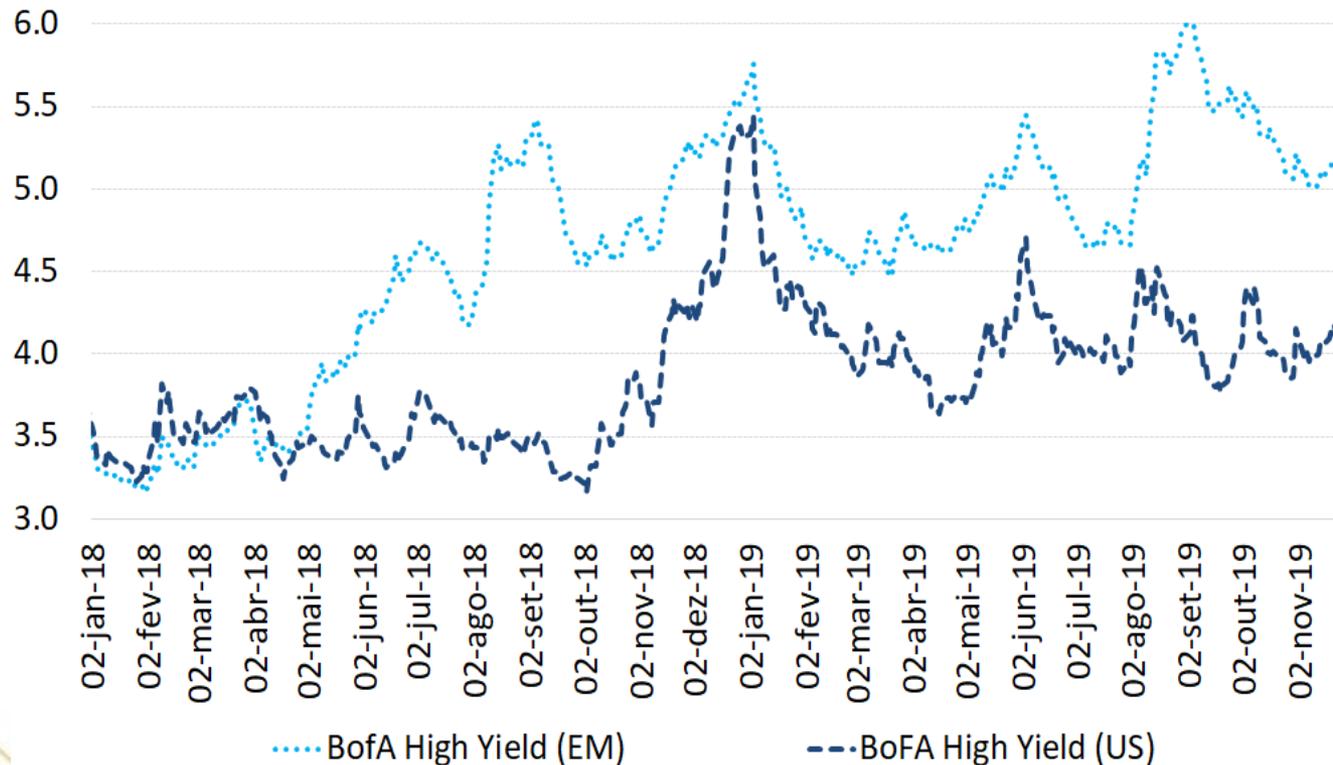


Taxa de câmbio

Piora do cenário internacional, mas doméstico não ajuda

- O spread de risco (High Yield) emergente cedeu, mas permanece relativamente elevado

BoFA High Yield spreads (métricas alternativas, %a.a.)



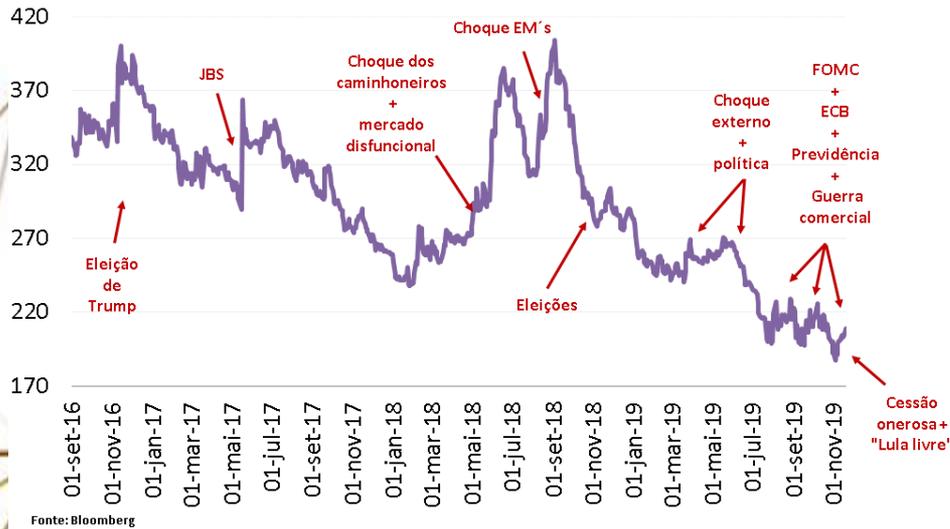
Fonte: FED St. Louis

Taxa de câmbio

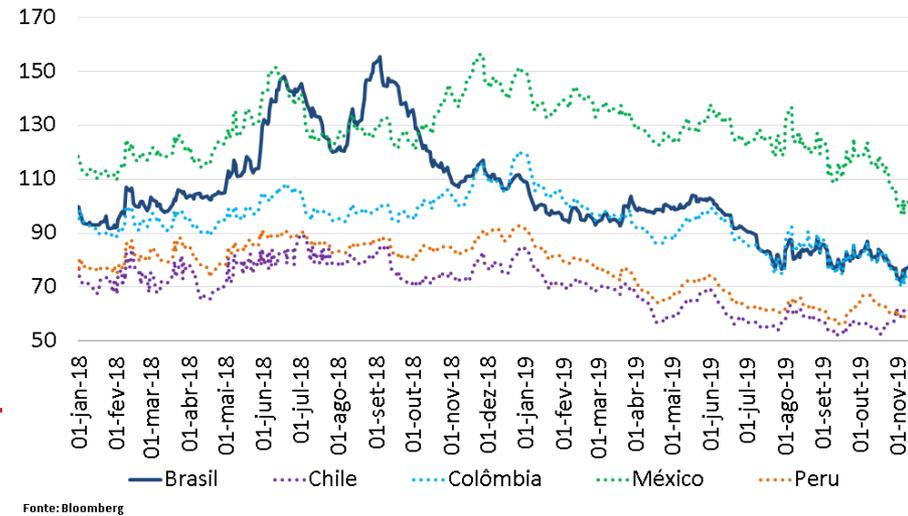
Piora do cenário internacional, mas doméstico não ajuda

- Risco-país permanece oscilando em torno de 200. É algo específico brasileiro? De fato o risco pouco se diferenciou de outros países latinos (especificamente Colômbia)

CDS Brasil 10 anos



Risco-país: Brasil vs. LatAm (01/01/2015=100)

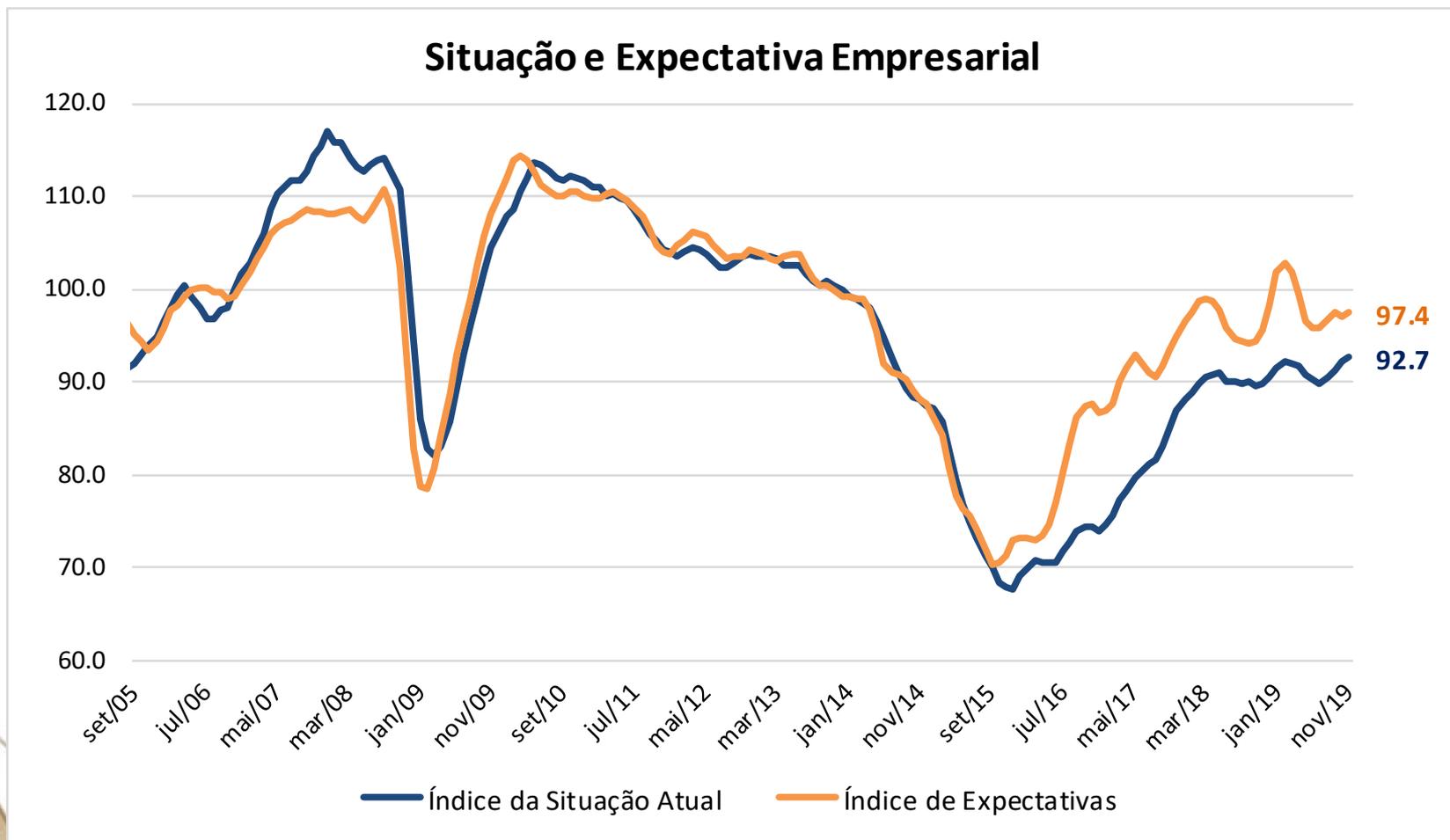


Taxa de câmbio

Projeção BRL (diferentes cenários para o CDS de 10 anos)

CENÁRIO ATUAL Corte em 11/11	2019		2020		2021	
	BRL	CDS	BRL	CDS	BRL	CDS
Base	4.10	203	4.15	221	4.15	235
Otimista	3.95	195	3.70	183	3.85	199
Pessimista	4.20	225	5.00	350	5.05	366

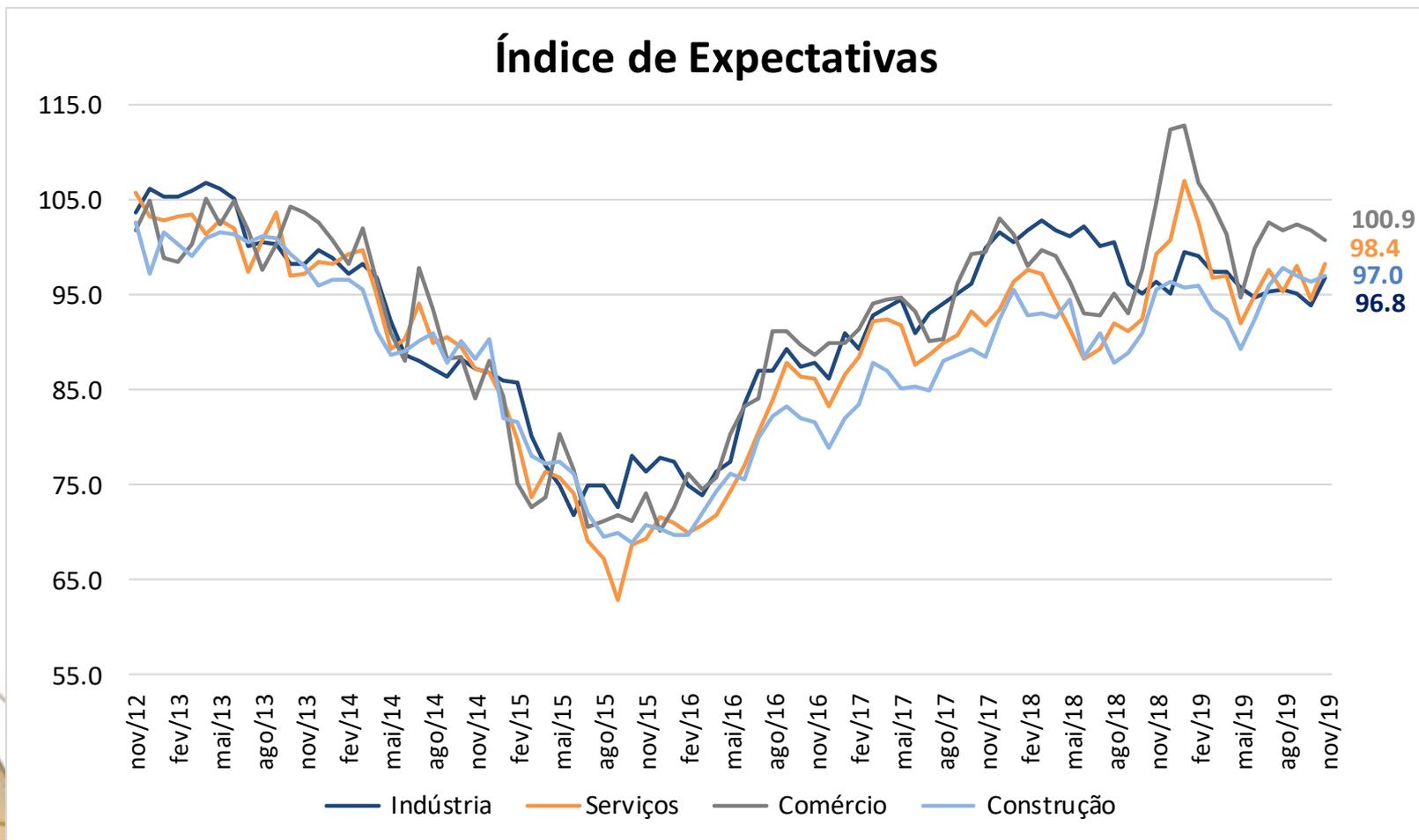
Atividade: Melhora Gradual da Confiança dos Empresários



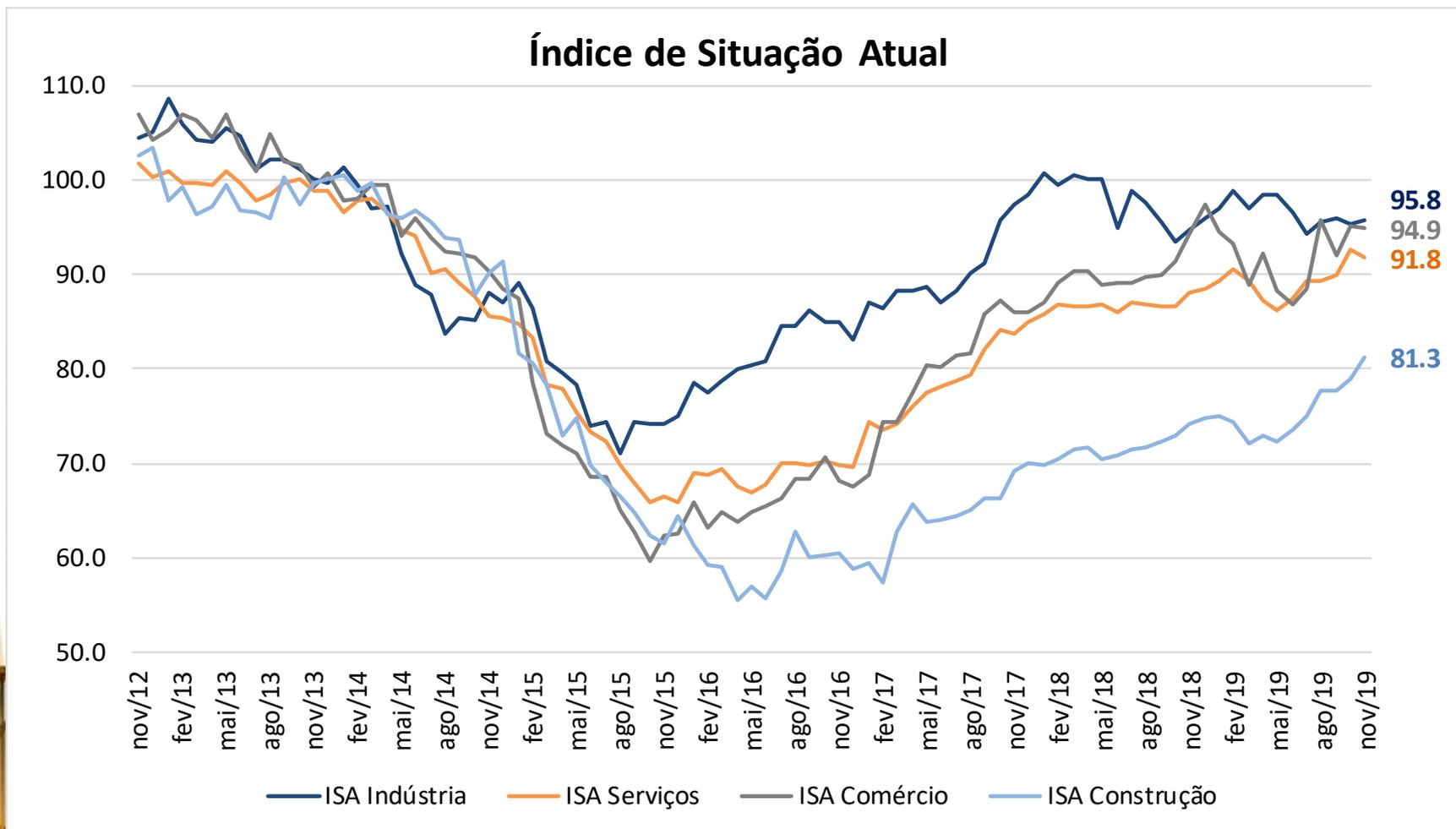
Dados com ajuste sazonal. Média móvel de 3 meses. Fonte: FGV/IBRE

Índices de Expectativas: Muita Volatilidade

- Para indústria, o cenário é bem mais incerto

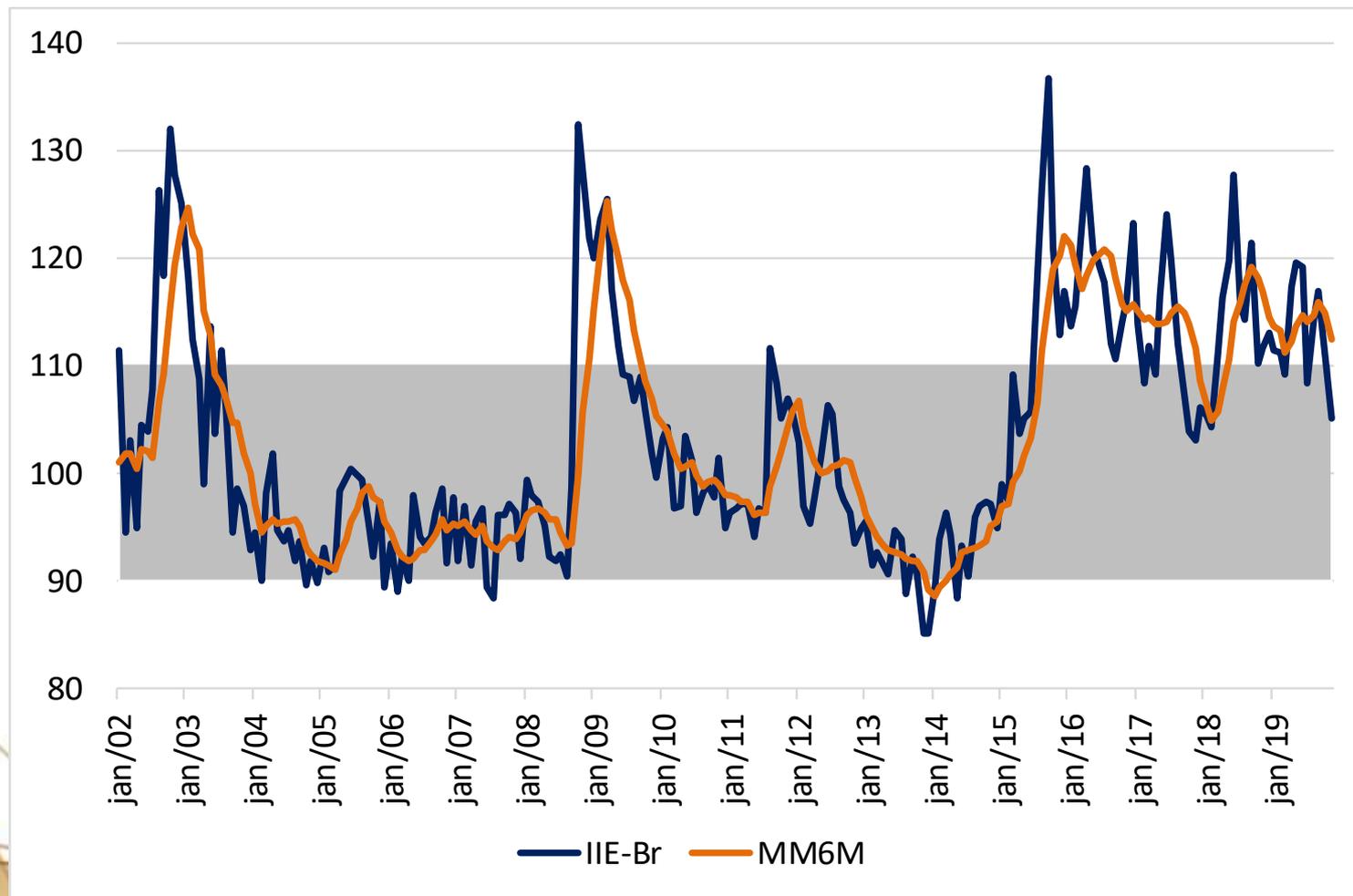


Índices de Situação Atual: melhora gradual, com exceção da indústria

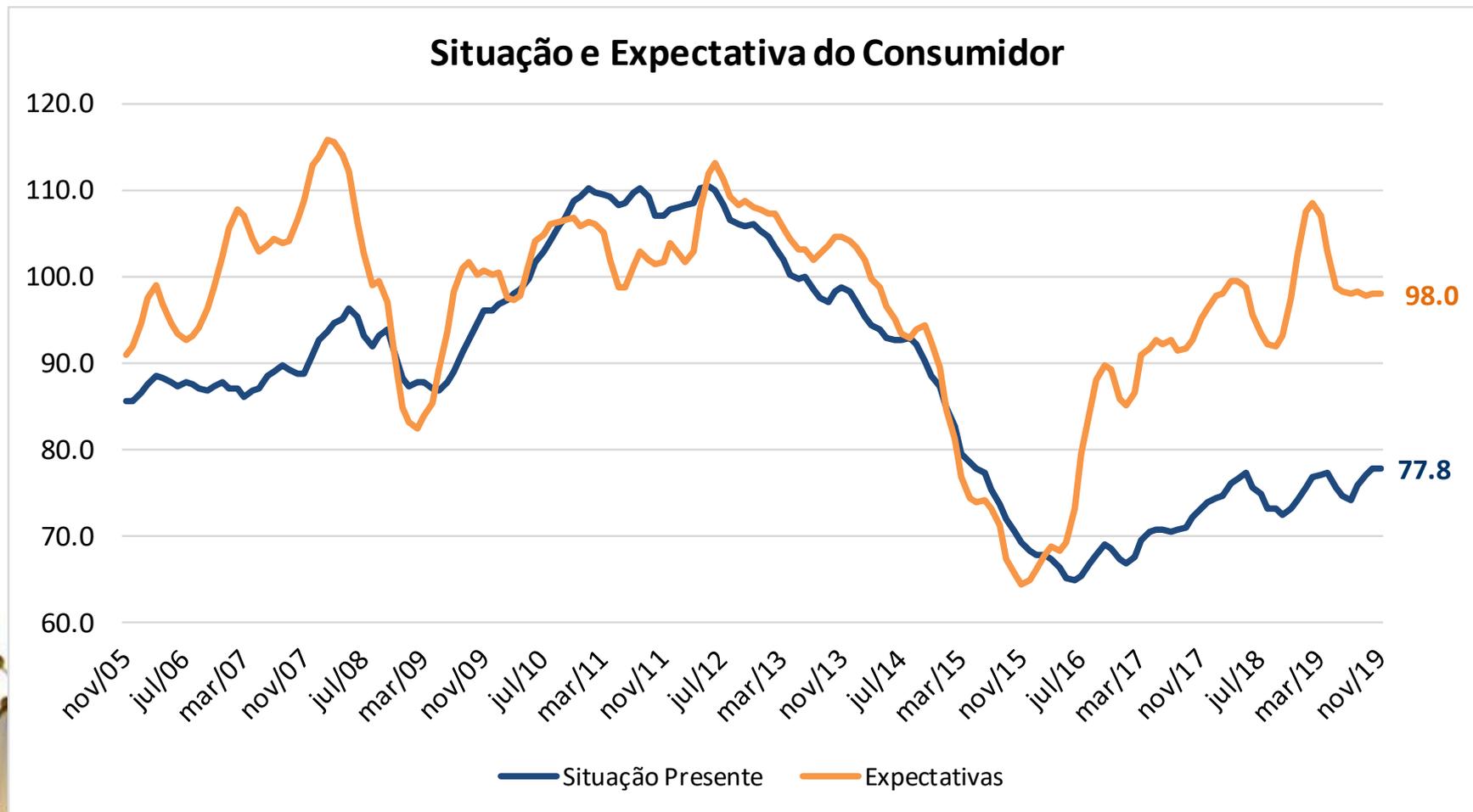


Indicador de Incerteza da Economia (Novembro de 2019)

- Incerteza ainda em patamar elevado

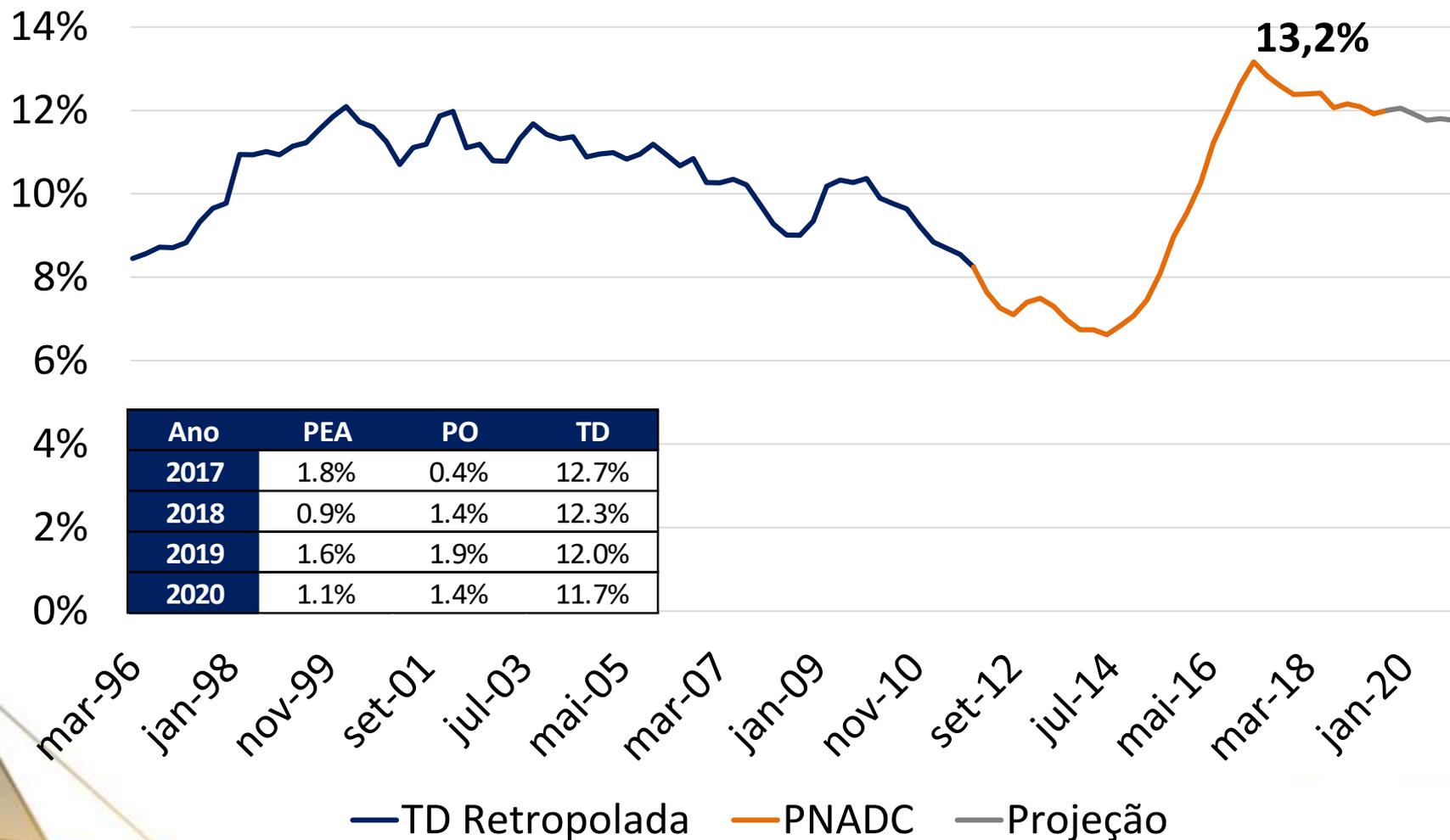


Indicadores de Confiança do Consumidor (Novembro de 2019)



Melhora muito gradual do mercado de trabalho

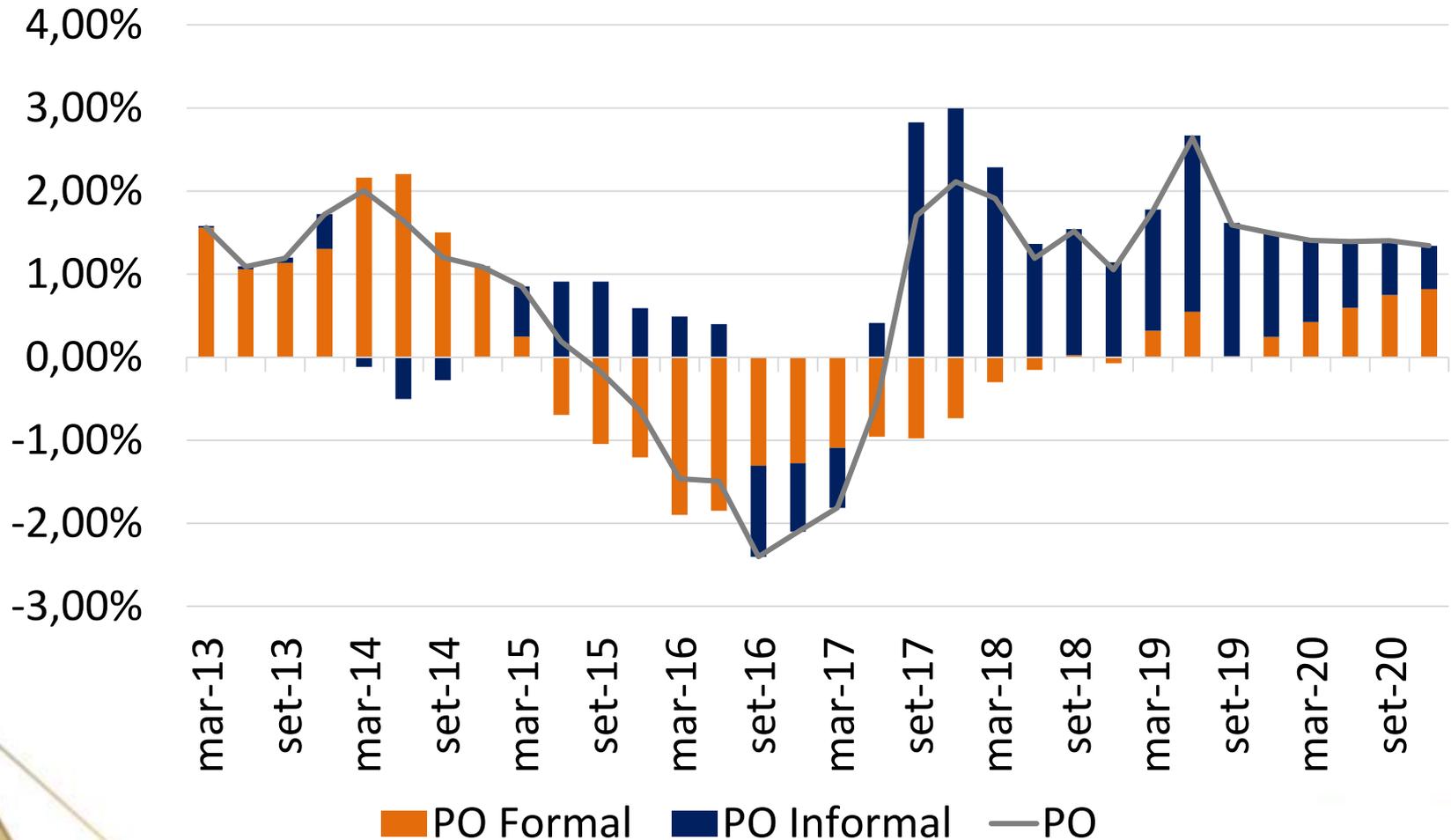
Taxa de Desemprego (Média anual)
(PNAD Contínua - Brasil)



*Série Construída por interpolação entre PNA-C, PNAD e PME
Fonte: IBGE e FGV/IBRE

Melhora muito gradual do mercado de trabalho

Contribuição ao Crescimento da PO: Setores Formal e Informal*
(PNAD Contínua - Brasil)



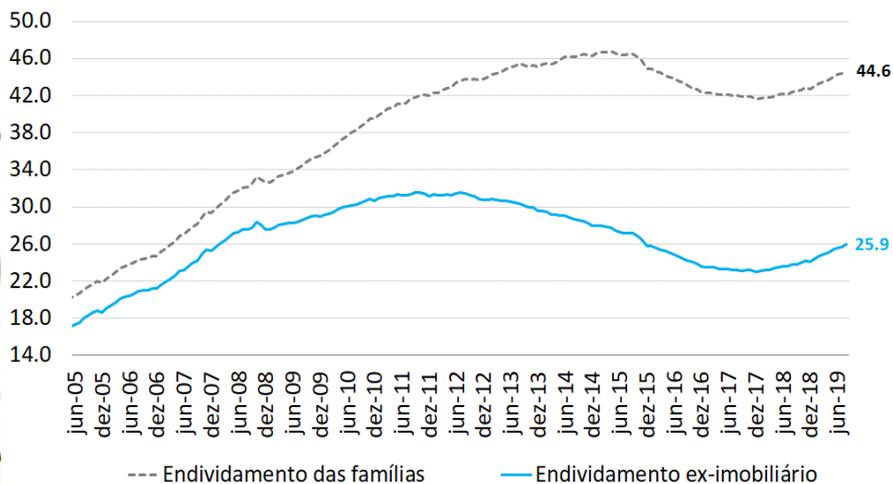
*Nota: Setor Informal = Setor Privado s/ Cart. Ass. + Trab. Dom. s/ Cart. Ass. + Set. Púb. s/ Cart. Ass. + Conta Própria + Trabalhador Auxiliar Familiar

Fonte: IBGE e EGV/IBRE

A despeito dos juros menores, posição patrimonial das famílias está piorando

- Aceleração do estoque de crédito PF cobra seu preço no endividamento
- Mais importante, comprometimento passou a crescer fortemente: combinação de custos não tão baixos quanto deveriam e desaceleração da renda das famílias

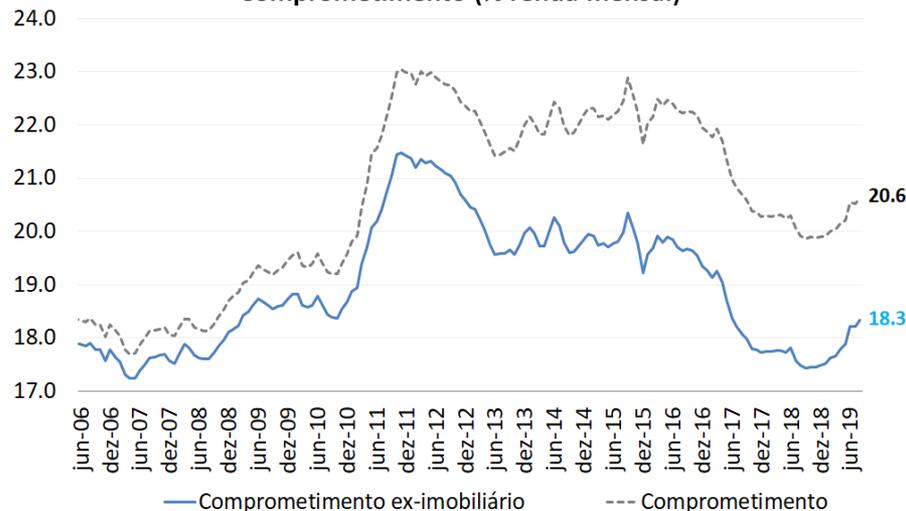
Endividamento das famílias (% renda)



Fonte: Banco Central do Brasil

Relação entre o valor atual das dívidas das famílias com o Sistema Financeiro Nacional e a renda das famílias acumulada nos últimos doze meses

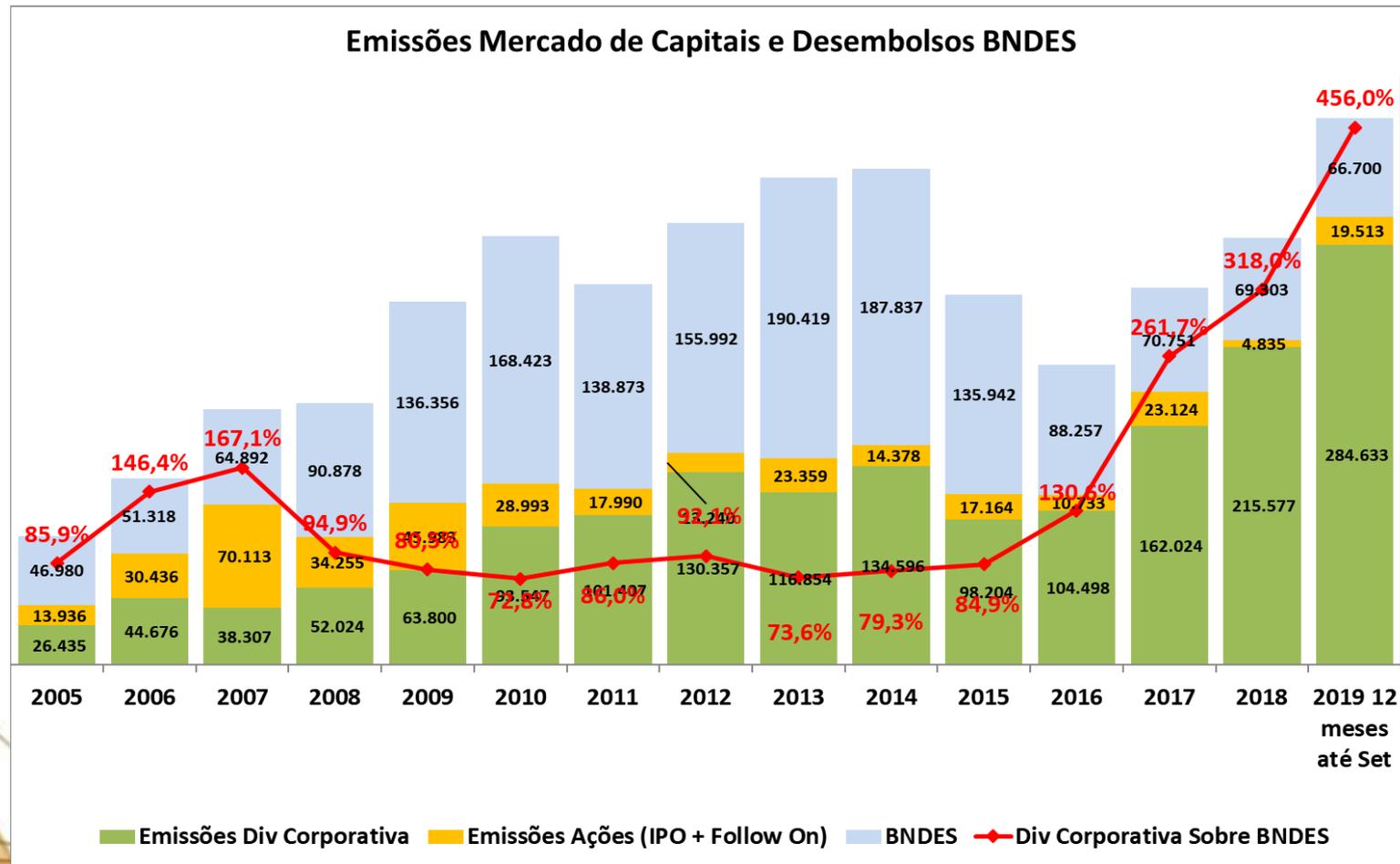
Comprometimento (% renda mensal)



Fonte: Banco Central do Brasil

PJ: expansão do mercado de capitais

- Mercado de capitais compensa queda do BNDES



Inflação abaixo da meta: composição favorável

Sem pressão nas medidas de núcleo

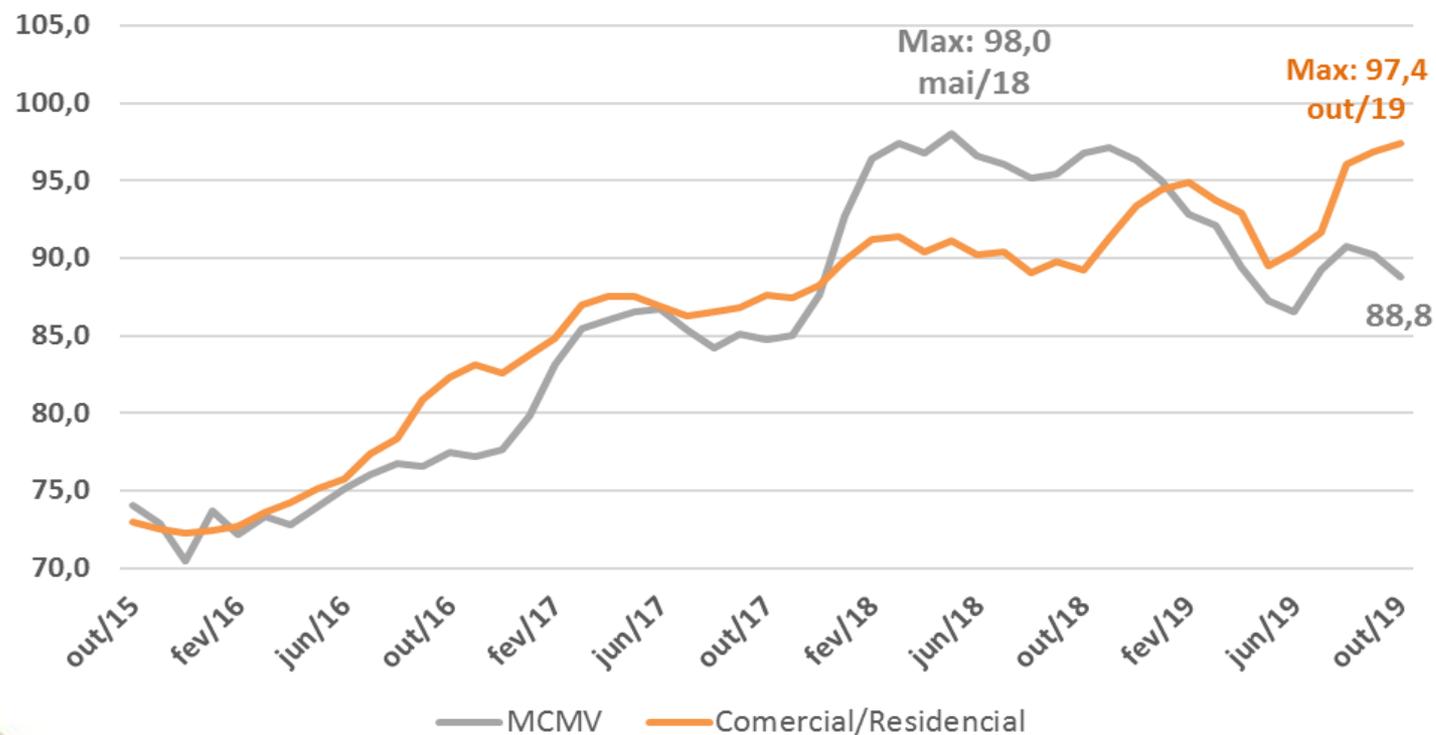
Selic estabilizada em 4,5%; câmbio 4,10 no final de 2019 e 4,15 em 2020

Aberturas	2017	2018	2019	2020
IPCA	2.9%	3.7%	4.0%	3.9%
Administrados	8.0%	6.2%	5.2%	4.2%
Livres	1.3%	2.9%	3.6%	3.8%
Livres Ex-Alimentação	3.1%	2.5%	2.9%	3.0%
Alimentação Domiciliar	-4.9%	4.5%	6.1%	7.0%
Serviços	4.5%	3.3%	3.5%	3.8%
Bens Industriais	1.0%	1.1%	1.9%	1.6%

Fonte: IBGE. Elaboração : FGV/IBRE

Construção Civil – melhora não é generalizada

Expectativas na Construção: reação no mercado comercial/residencial (Em pontos)

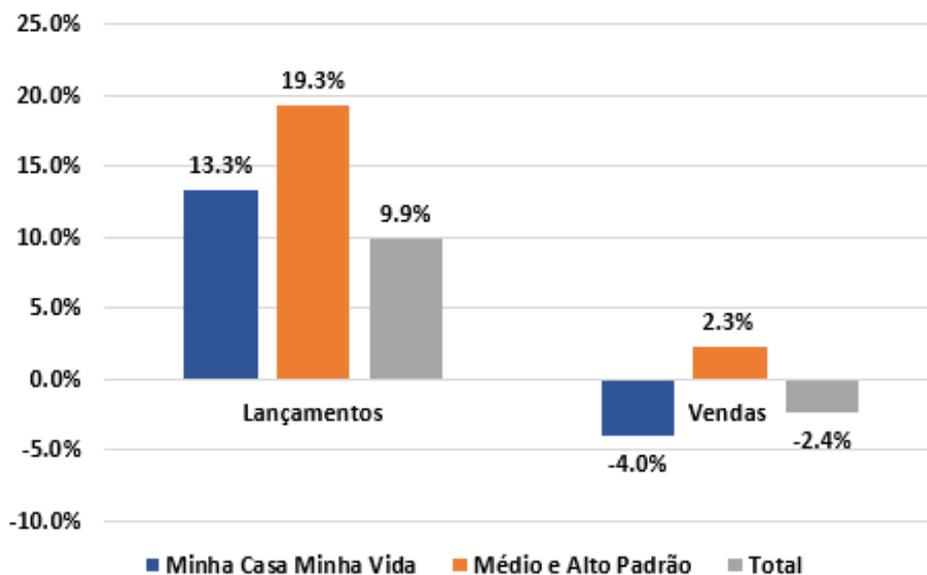


Dados com ajuste sazonal. Fonte: FGV/IBRE

Construção Civil – melhora não é generalizada

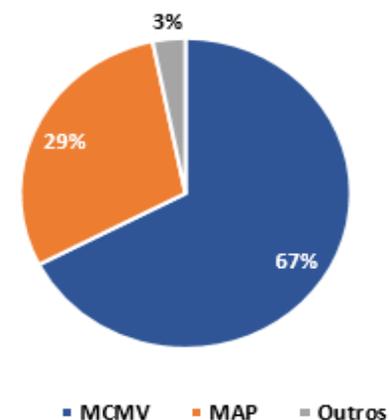
- Temos um enorme problema: grande disparidade regional, pouquíssimo acesso a dados confiáveis e riscos no MCMV
- Notamos que o boom que ocorre em São Paulo não é o padrão do resto do país – e mesmo nele, a composição traz algum desconforto
- E, a depender do que ocorrer no FGTS, podemos ter um *crunch* no MCMV...

Lançamentos e vendas, taxa acumulada até agosto



Fonte: Abrainc

Distribuição das vendas (ac.12m)



Fonte: Abrainc

Efeito Argentina – ainda uma questão

- Ao contrário do que muito pensam, automóveis não são toda a história: há grandes encadeamentos na estrutura de insumos industriais
- Estimamos uma redução de 0,5pp no PIB em 2019 devido à recessão na Argentina

Participação da Argentina nas exportações brasileiras por categoria (de janeiro a agosto de 2019)

Bens de capital (exceto equipamentos de transporte)	7%
Equipamentos de transporte industrial	12%
Alimentos e bebidas básicos, destinados principalmente à indústria	1%
Alimentos e bebidas elaborados, destinados principalmente à indústria	2%
Insumos industriais básicos	1%
Insumos industriais elaborados	6%
Peças e acessórios para bens de capital	7%
Peças para equipamentos de transporte	16%
Bens de consumo duráveis – exceto equipamentos de transportes	6%
Automóveis para passageiros	58%
Equipamentos de transporte não industrial	29%
Bens de consumo semiduráveis	9%
Bens de consumo não duráveis	16%
Alimentos e bebidas básicos, destinados principalmente ao consumo doméstico	2%
Alimentos e bebidas elaborados, destinados principalmente ao consumo doméstico	1%
Gasolinas para automóvel (motor spirit) – indícios na compatibilização com HS.	1%
Combustíveis e lubrificantes elaborados - exceto (motor spirit) gasolinas para automóvel	2%

Fonte: MDIC

Projeções PIB Ótica da Oferta

- Desaceleração da Indústria de transformação. Construção saindo do negativo

Atividades	2015	2016	2017*	2018	2019	2020
PIB	-3.5%	-3.3%	1.3%	1.3%	1.2%	2.2%
Agropecuária	3.3%	-5.2%	14.2%	1.4%	1.9%	4.0%
Indústria	-5.8%	-4.6%	-0.5%	0.5%	0.7%	3.1%
Extrativa	5.7%	-1.2%	4.9%	0.8%	-2.0%	8.5%
Transformação	-8.5%	-4.8%	2.3%	1.5%	0.3%	1.3%
Eletricidade e Outros	-0.4%	6.5%	0.9%	2.6%	2.8%	3.5%
Construção Civil	-9.0%	-10.0%	-9.2%	-3.8%	2.6%	4.0%
Serviços	-2.7%	-2.2%	0.8%	1.5%	1.3%	1.8%

*De acordo com o que foi divulgado pelo Sistema de Contas Nacionais

Projeções PIB

Ótica da Demanda

- Consumo das Famílias crescendo acima do PIB novamente
- A Demanda Interna cresce 1,9% e a Demanda Interna Privada 2,3%. Para 2020, a previsão é de aceleração para 2,5% e 3,0%, respectivamente

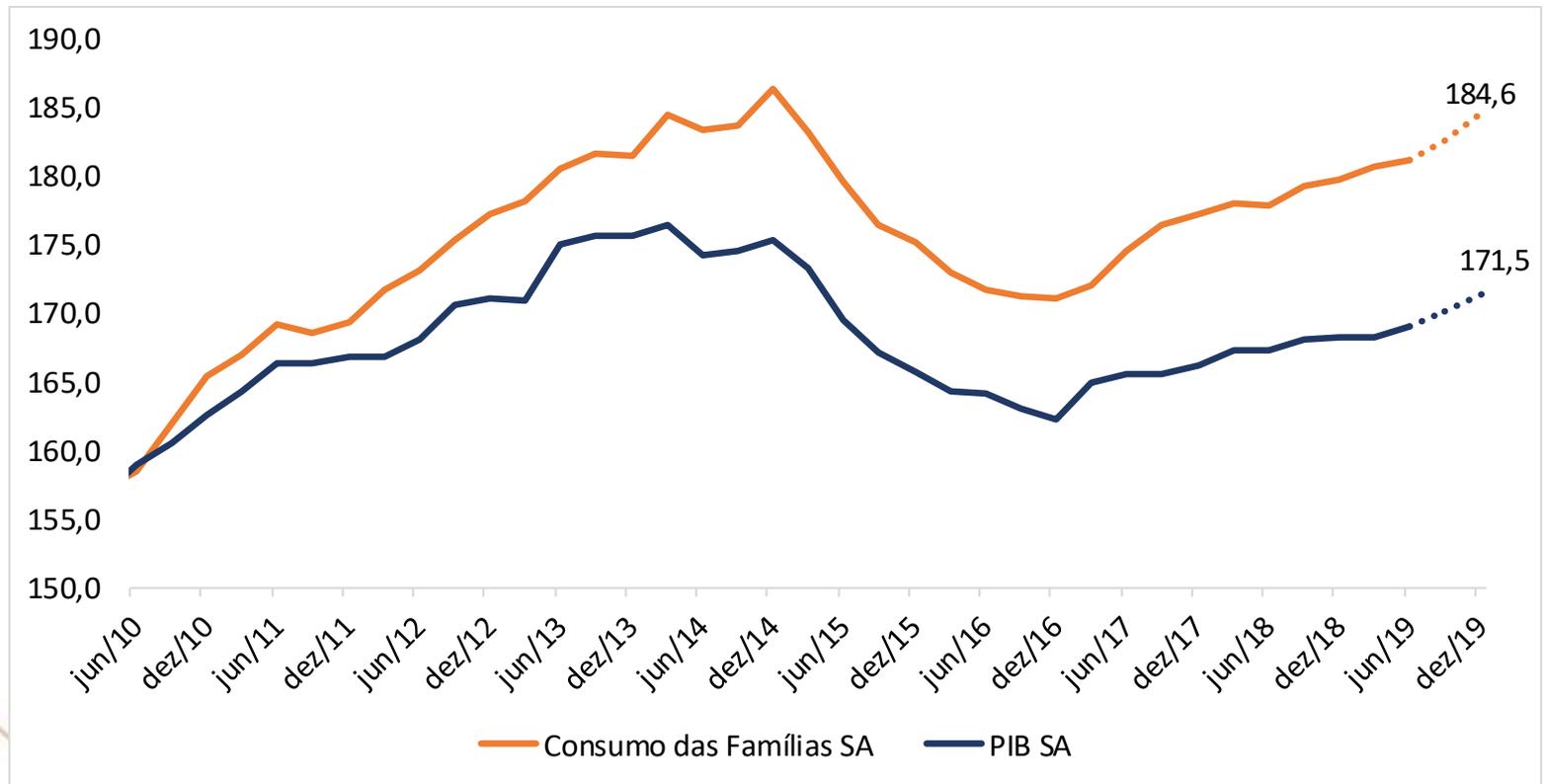
Atividades	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB	-3.5%	-3.3%	1.3%	1.3%	1.2%	2.2%
Consumo das Famílias	-3.2%	-3.8%	2.0%	2.1%	2.0%	2.6%
Consumo do Governo	-1.4%	0.2%	-0.7%	0.4%	-0.4%	0.1%
Investimento	-13.9%	-12.1%	-2.6%	3.9%	3.6%	4.8%
Exportação	6.8%	0.9%	4.9%	4.0%	-1.6%	3.9%
Importação	-14.2%	-10.3%	6.7%	8.3%	3.6%	3.5%

Atividades	2015	2016	2017	2018	2019	2019
Exportações Líquidas (p.p)	2.7%	1.4%	-0.2%	-0.5%	-0.7%	0.0%

PIB vs. Consumo das Famílias: dinâmicas distintas

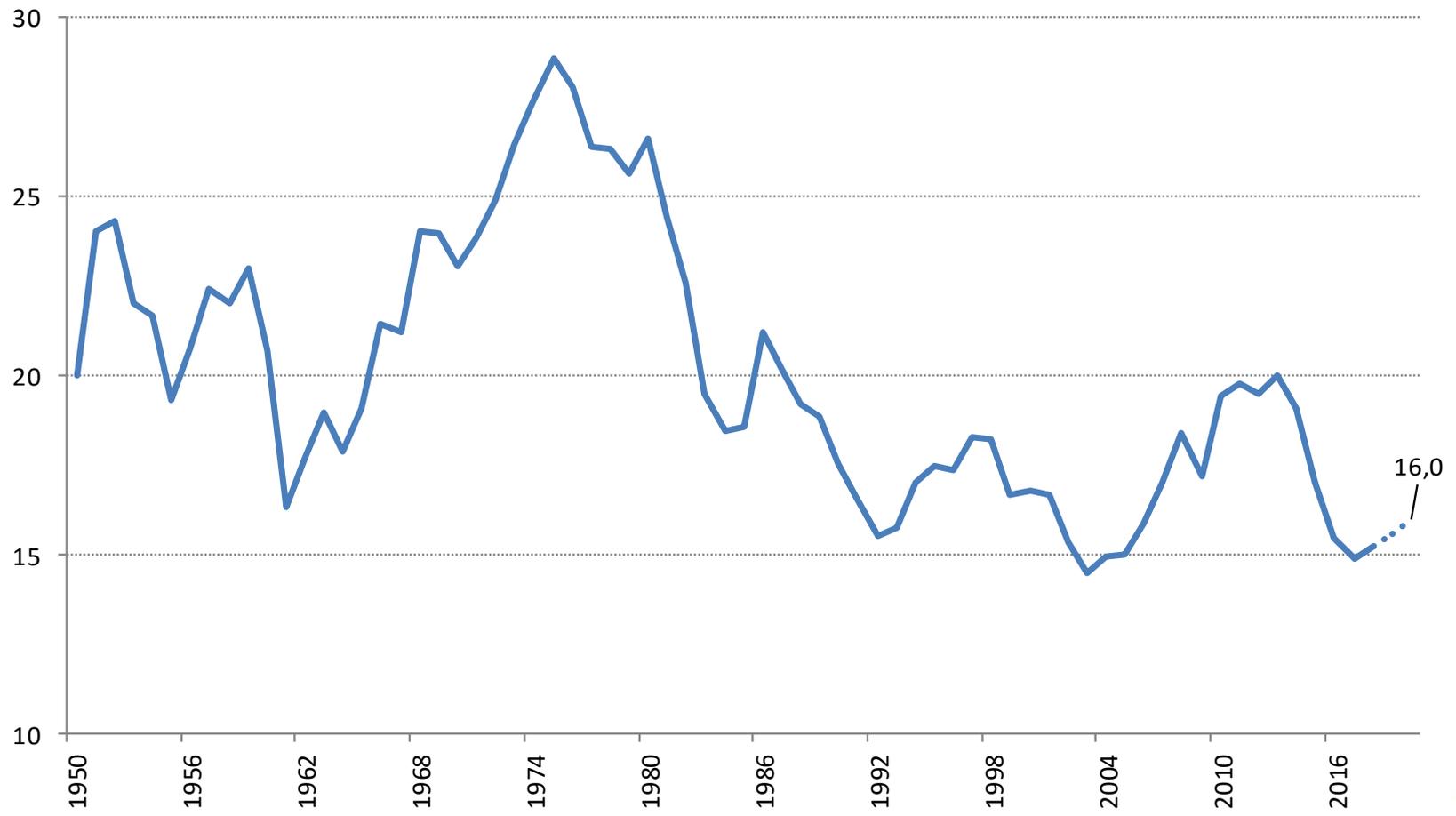
Séries com Ajuste sazonal

- Ao final de 2019, o consumo ainda estaria 1,0% abaixo do pico de 14T4 e o PIB ainda 2,9% abaixo do pico de 14T4. É impossível argumentar que há carência de demanda na economia brasileira – ao menos, se olharmos pelo consumo...



Queda Expressiva da Taxa de Investimento

(a preços de 2000, %)



Fonte: Regis Bonelli, IBGE e FGV/IBRE.

Elaboração: FGV/IBRE.

Reconquistando o Equilíbrio Macro

- O equilíbrio macro é condição necessária, mas não suficiente para o crescimento de longo prazo:
 - Inflação baixa e estável
 - Equilíbrio das contas públicas
 - Juros reais baixos
- Estamos caminhando, de fato, para um novo equilíbrio macro, com controle dos gastos públicos
- Por conta das limitações fiscais e da decisão de encolher o parafiscal, resta à política monetária a capacidade de cumprir o papel de estimular a economia. E temos espaço para isso hoje

Queda Expressiva da PTF e da Produtividade do Capital

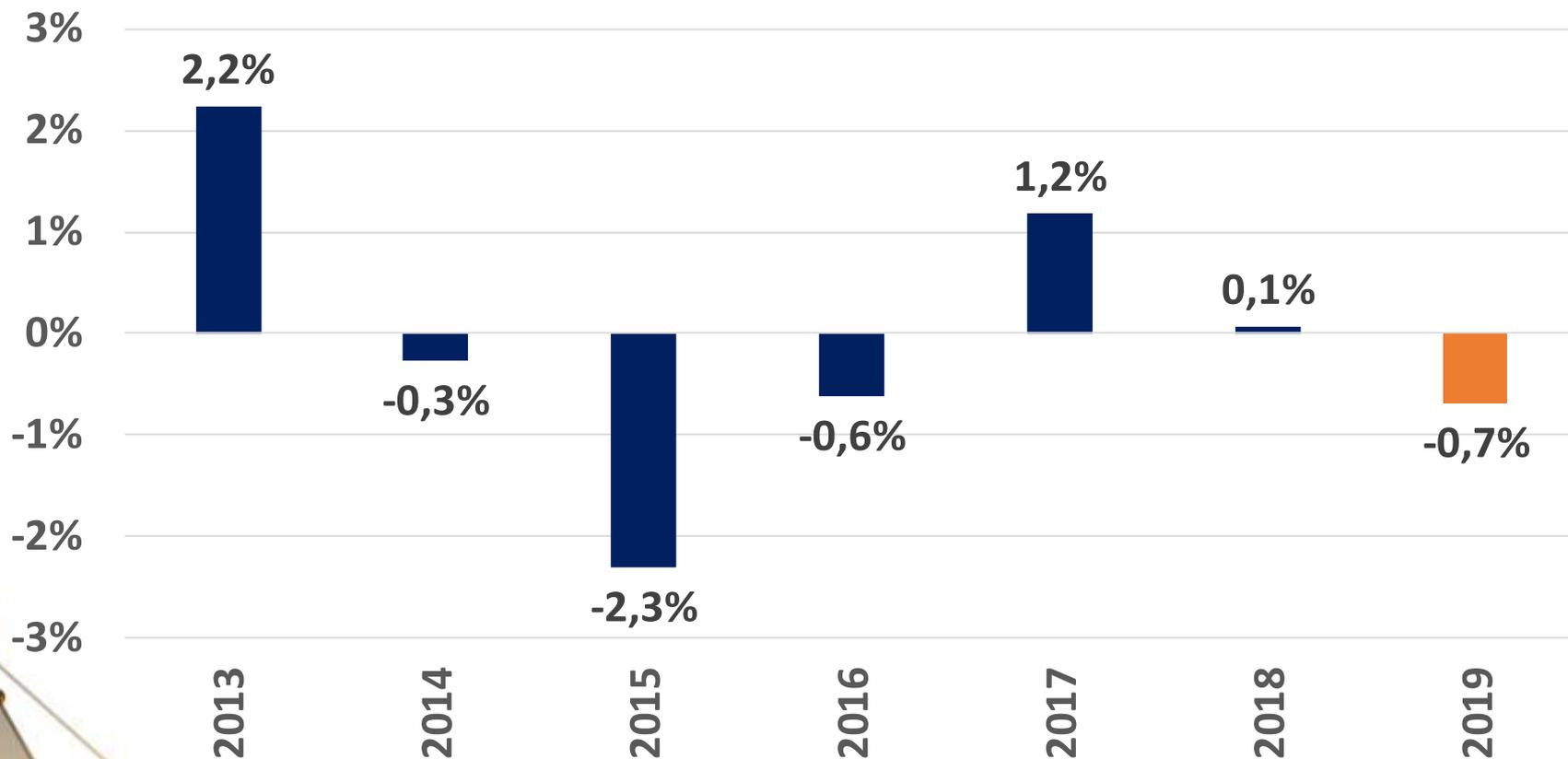
Taxa de Crescimento média (%)

Período	PRODUTIVIDADE DO CAPITAL	PROD. DO TRABALHO - Horas	PTF_HORAS
1982-2018	-0.4	0.4	0.1
1982-1993	-1.1	-1.0	-1.0
1993-2002	0.0	0.9	0.5
2002-2010	1.0	1.8	1.5
2010-2018	-1.1	1.1	0.2
2014-2018	-1.5	-0.5	-0.9
2017-2018	-1.7	0.4	-0.5

Fonte: IBGE e FGV/IBRE. Elaboração: FGV/IBRE.

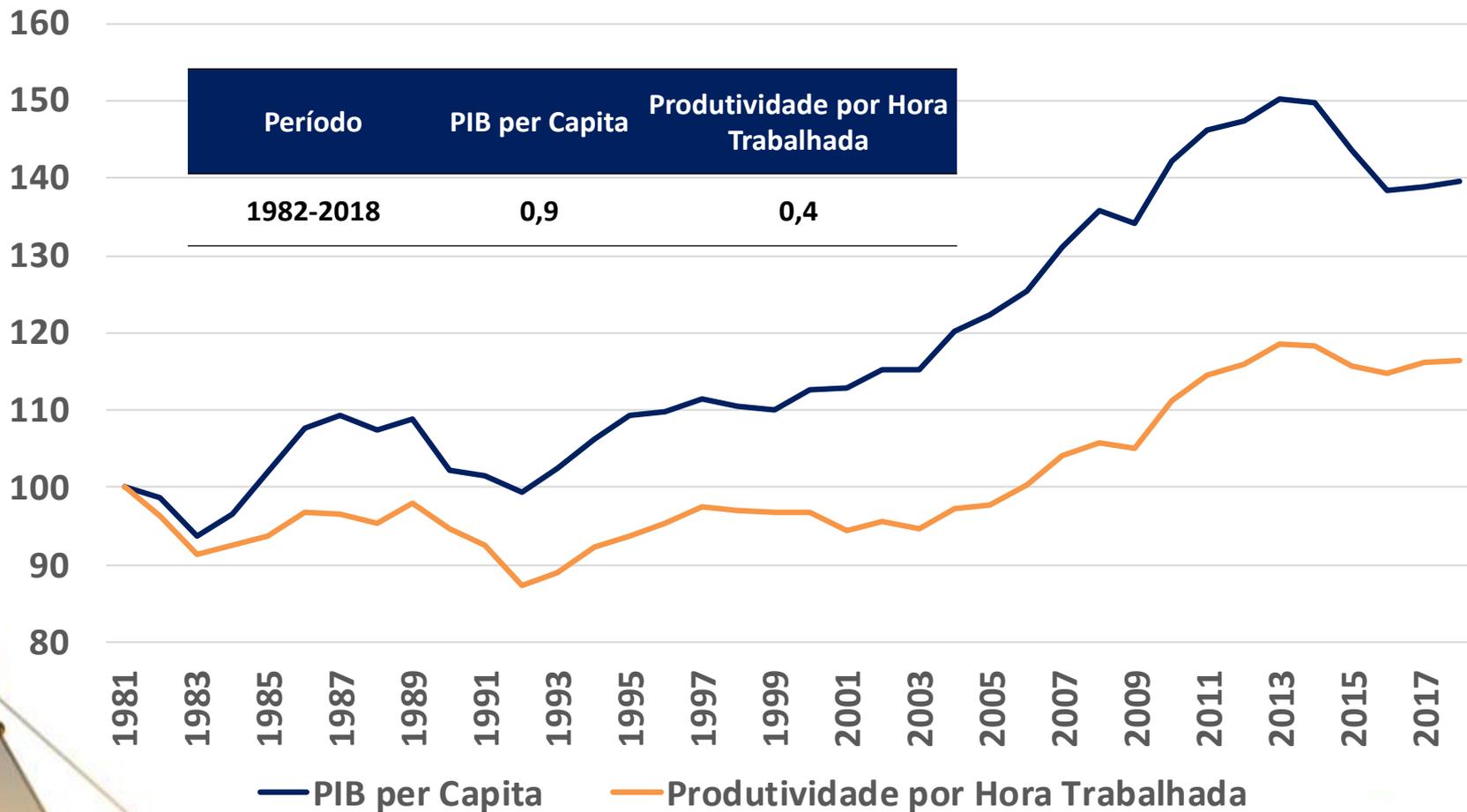
Queda Expressiva da Produtividade do Trabalho em 2019*

Taxa de Crescimento anual (%)



* Com dados até o terceiro tri. Fonte: FGV/IBRE. Elaboração: FGV/IBRE.

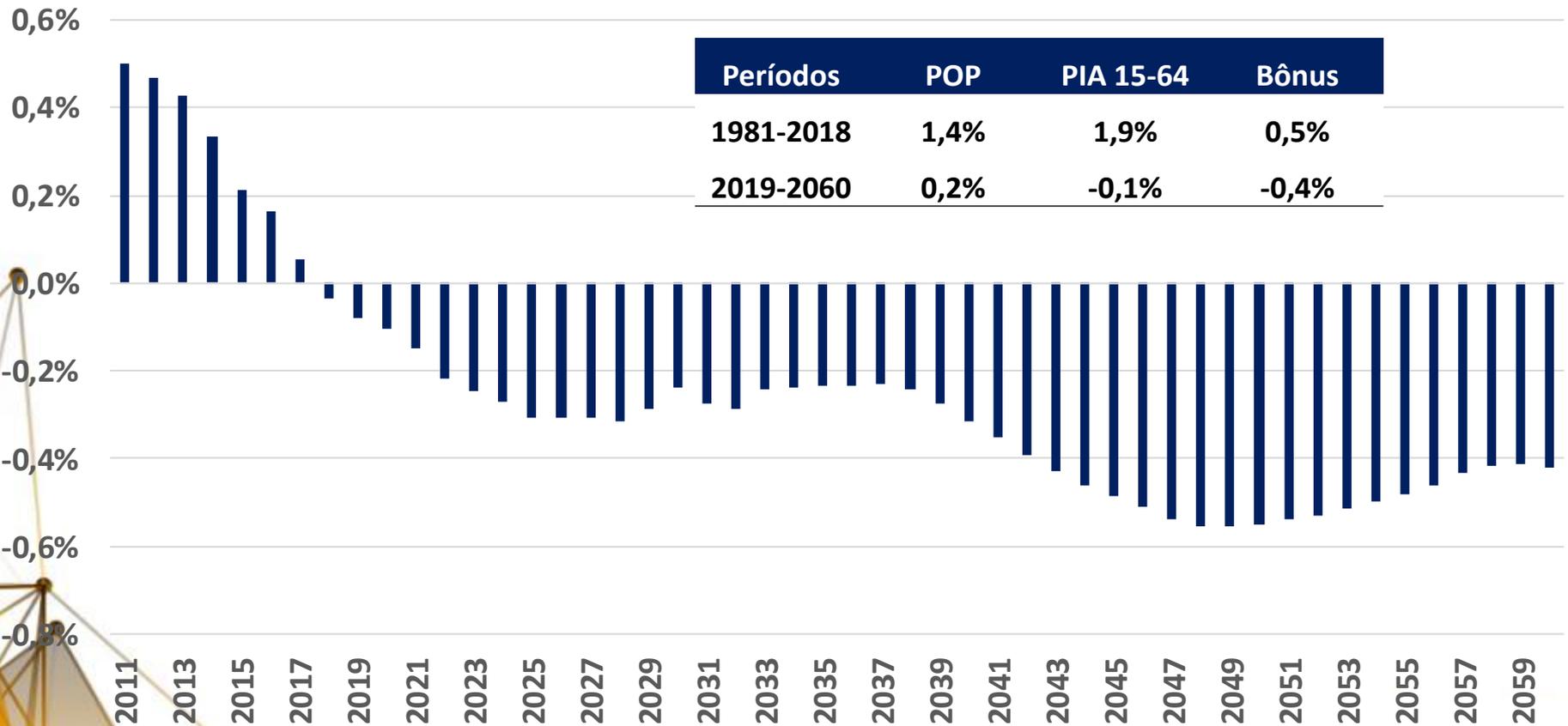
Evolução do PIB per capita e da Produtividade por hora trabalhada (1981=100)



Fonte: IBGE e IBRE/FGV . Elaboração IBRE/FGV

Fim do Bônus Demográfico

Fim do Bônus Demográfico ocorreu em 2018



Produtividade é o tema Central

- O tema da **produtividade é central no debate sobre desenvolvimento econômico**, pois é seu fator determinante no longo prazo. No contexto brasileiro, a importância desse tema é crescente, uma vez que o **envelhecimento populacional exige maiores esforços de aumento de produtividade**
- **Com o fim do bônus demográfico, o crescimento da renda per capita só será possível com o aumento da produtividade!**

Cenários alternativos para o produto potencial

- Média de crescimento entre 2011-2020: 0,9% por ano apenas! E PIB per-capita estagnado

Período	Crescimento Potencial		
	Pessimista	Base	Otimista
2020-2022	0.8%	1.6%	2.5%
2023-2027	0.6%	1.5%	2.4%
2028-2032	0.3%	1.2%	2.1%
2033-2037	0.1%	1.0%	1.9%
2038-2042	-0.1%	0.8%	1.7%
2043-2047	-0.3%	0.6%	1.5%
2020-2022			
Taxa de Investimento	15%	17%	20%
Crescimento da Prod.	-0.5%	0.0%	0.5%

Fonte: FGV/IBRE. Elaboração: FGV/IBRE.

Desafios

- Na medida em que os países se aproximam de um nível de renda média, os fatores responsáveis pelo crescimento no estágio inicial começam a se esgotar (transformação estrutural)
- **O crescimento passa a depender cada vez mais de aumentos de produtividade dentro dos setores, em particular no setor de serviços, que torna-se preponderante na produção e emprego total**
- As desacelerações de crescimento de países de renda média estão associadas à **dificuldade de fazer a transição para um novo modelo de desenvolvimento que adapte a economia e suas instituições às novas oportunidades e desafios que se colocam**

O que fazer?

- Ao invés de realocar recursos entre setores, é preciso criar condições para a **alocação eficiente de fatores de produção em cada setor.**
Evitar o *misallocation*
- É necessário eliminar distorções que afetam de forma desproporcional empresas mais produtivas e dificultam a sua expansão, ou seja, **reformas do ambiente de negócios**
- Entre elas: reforma tributária, eliminando ou reduzindo os regimes especiais. Renúncias fiscais são onerosas do ponto de vista fiscal e ineficazes em termos de produtividade

O que fazer?

- Maior segurança jurídica. Estabilidade e qualidade regulatória é crucial
- Melhorias no mercado de crédito e aumento da concorrência: aumentar a oferta de financiamento lastreado em garantias é uma forma muito mais eficiente para pequenas e média empresas que o atual modelo baseado em renúncias tributárias
- É fundamental investir no **capital humano** de trabalhadores e empreendedores

O que fazer?

- Relembrando: estabilidade macro é uma condição necessária para o crescimento, mas não suficiente.
- Uma longa agenda de reformas. Estamos apenas começando...Mas não há outra saída.

Cenário Fiscal: O ajuste fiscal ainda não está consolidado

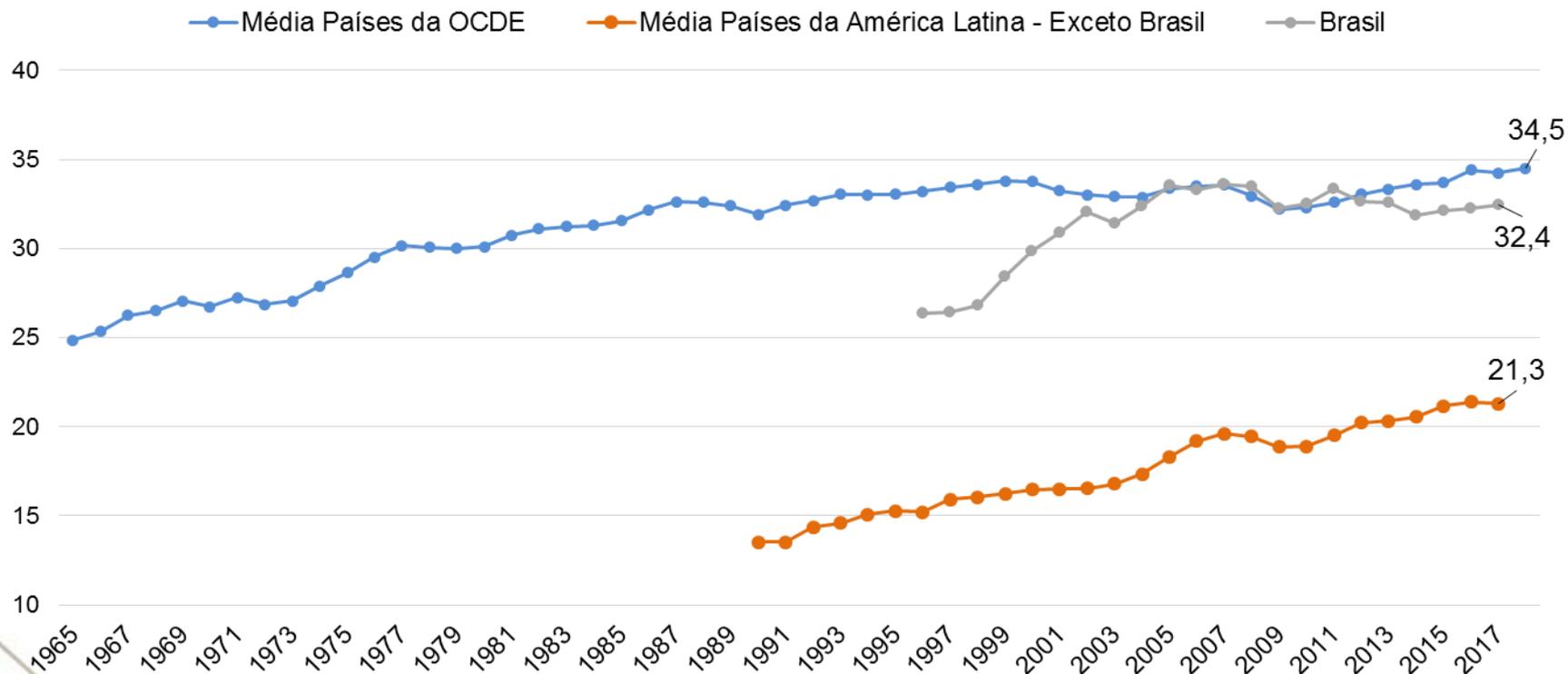


Cenário Fiscal: O ajuste fiscal ainda não está consolidado

- Os gastos do governo central crescem continuamente desde a constituição de 88, em torno de 0,4% do PIB ao ano
- Em um primeiro momento este aumento contínuo foi financiado pelo Imposto Inflacionário. Com o Plano Real, os gastos têm sido financiados pelo aumento contínuo da Carga Tributária
- Houve excepcional crescimento da receita entre 1999 e 2010, de 6,9% ao ano deflacionado pelo IPCA, comparado ao crescimento real médio do PIB de 3,4% no mesmo período. Isto permitiu que o dia da verdade da política fiscal fosse jogado para frente....
- E agora a conta chegou! Como vamos pagá-la?

Crescimento Contínuo da Carga Tributária

Carga Tributária Bruta - Comparação Internacional



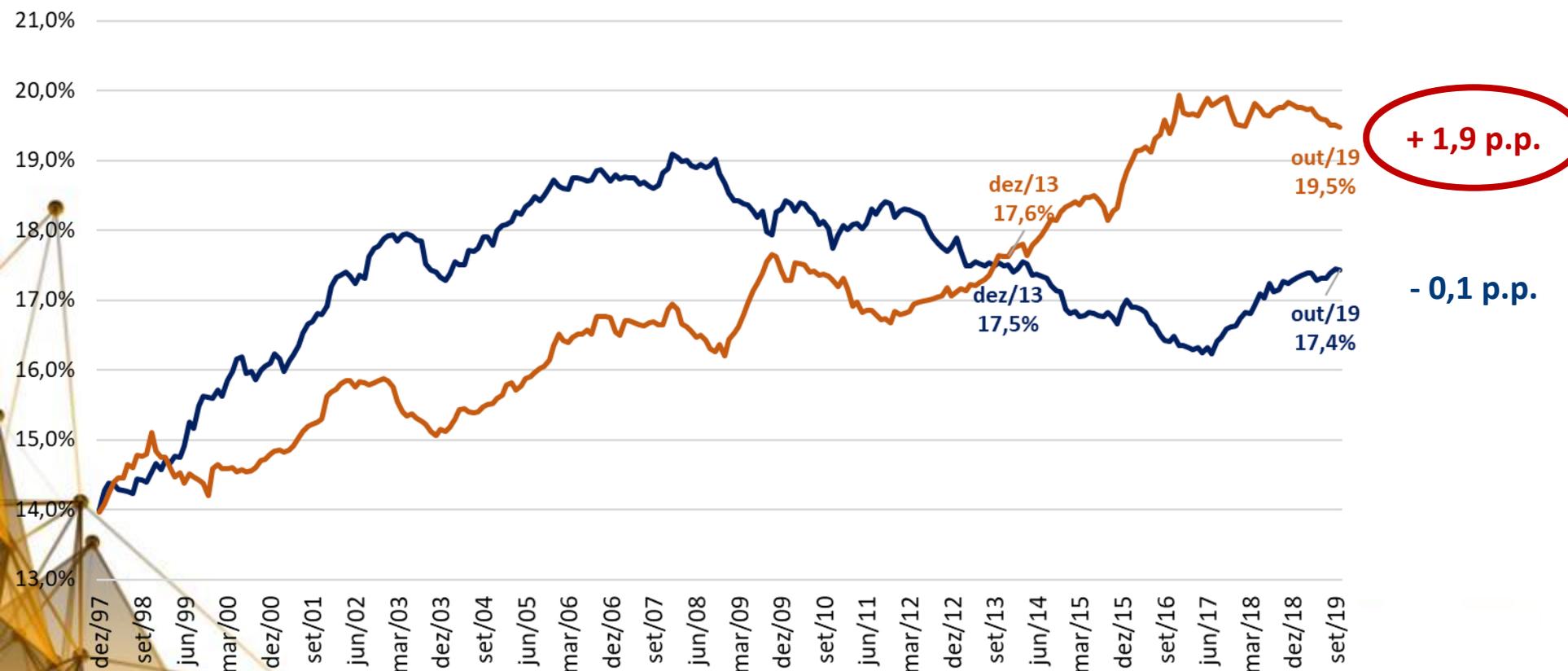
Fonte: OCDE, CEPAL e Receita Federal. Dados de 2018 para OCDE ainda não incluem Japão e Austrália.

Fiscal: Resultado Primário Recorrente

Descompasso entre receitas e despesas ainda é latente!

Resultado Primário recorrente do Governo Central
Acumulado em 12 meses em % do PIB

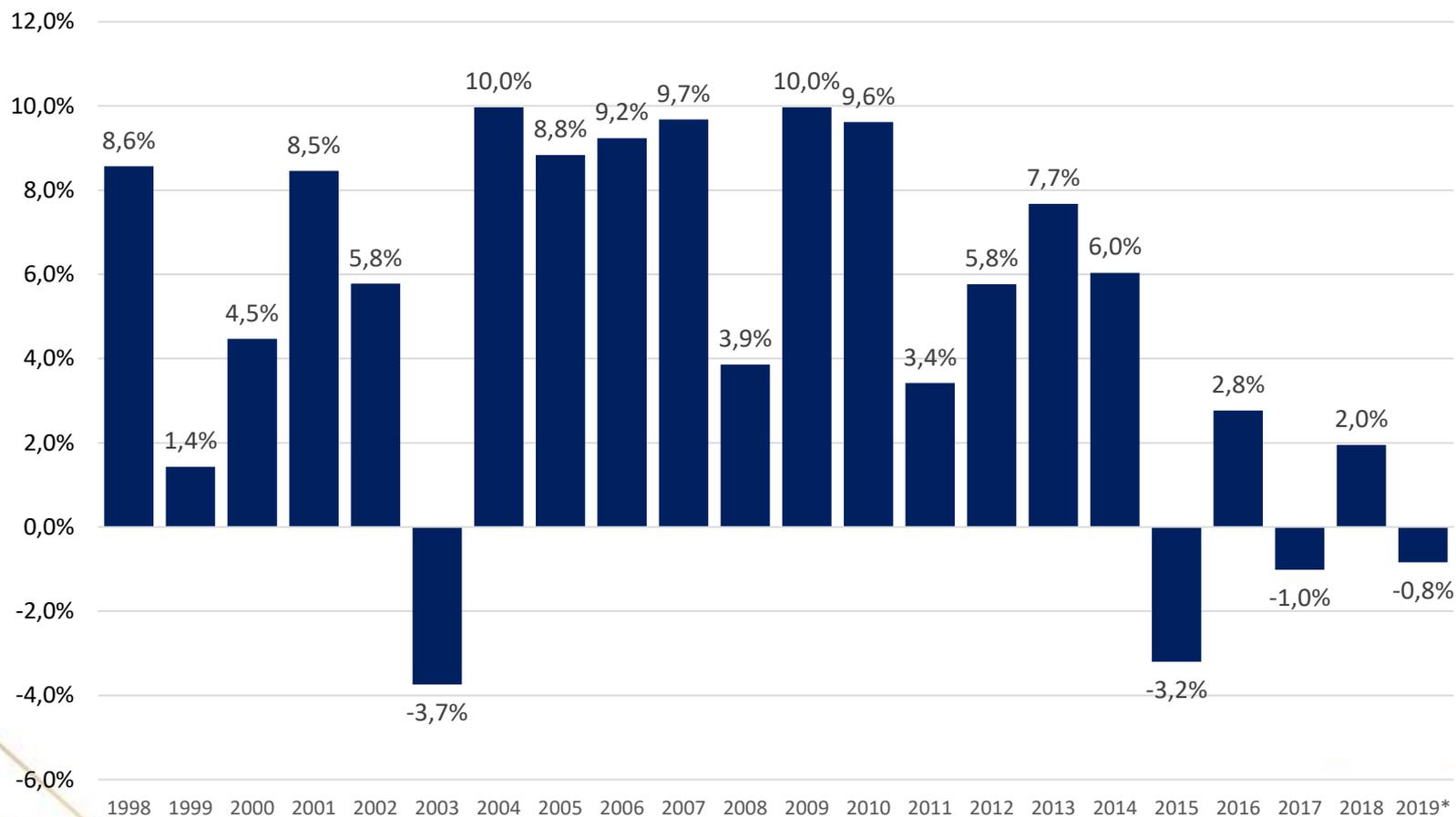
— Receitas recorrentes — Despesas recorrentes



Fonte: STN, RFB, BCB e FGV/IBRE. Elaboração própria.

Despesas Primárias: Poucos foram os anos em que as despesas primárias recorrentes caíram em termos reais.

Taxa de crescimento real das despesas primárias recorrentes (%)

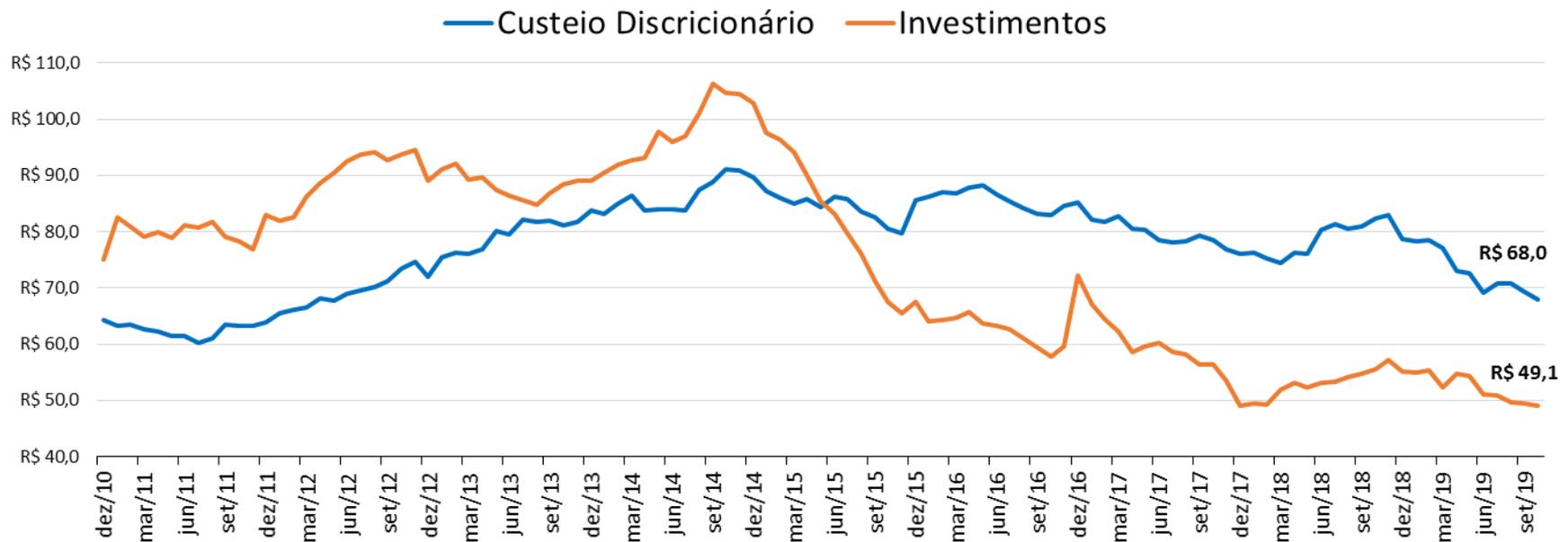


*2019 acumulado em 12 meses até outubro.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

O (des)controle das Despesas Primárias: A EC 95/2016 tenta fazer esse controle, mas sem reformas ela pressiona investimentos

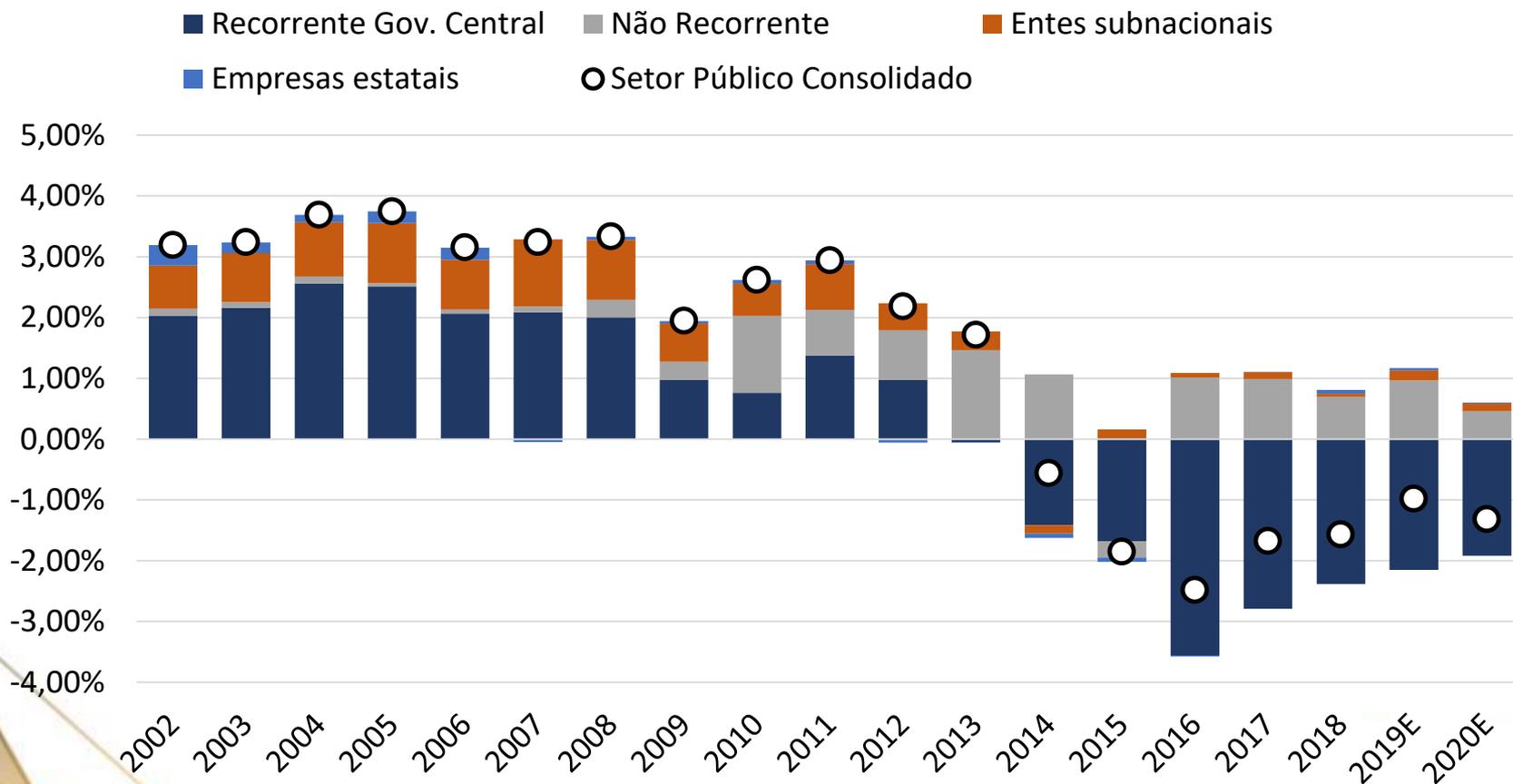
Evolução das Despesas Discricionárias
R\$ Bilhões, acumulado em 12 meses constantes



Fonte: Tesouro Nacional. *Desconsidera capitalização da Petrobras em set/10. Elaboração própria.

Decomposição do resultado primário do setor público consolidado

Resultado Primário do Setor Publico Consolidado
Valores em % do PIB



Fonte: STN e IBGE. Elaboração Própria

O tamanho do buraco fiscal

Dívida bruta do governo geral (em % do PIB)

Contribuição do BNDES para Redução da Dívida Bruta da União desde 2015

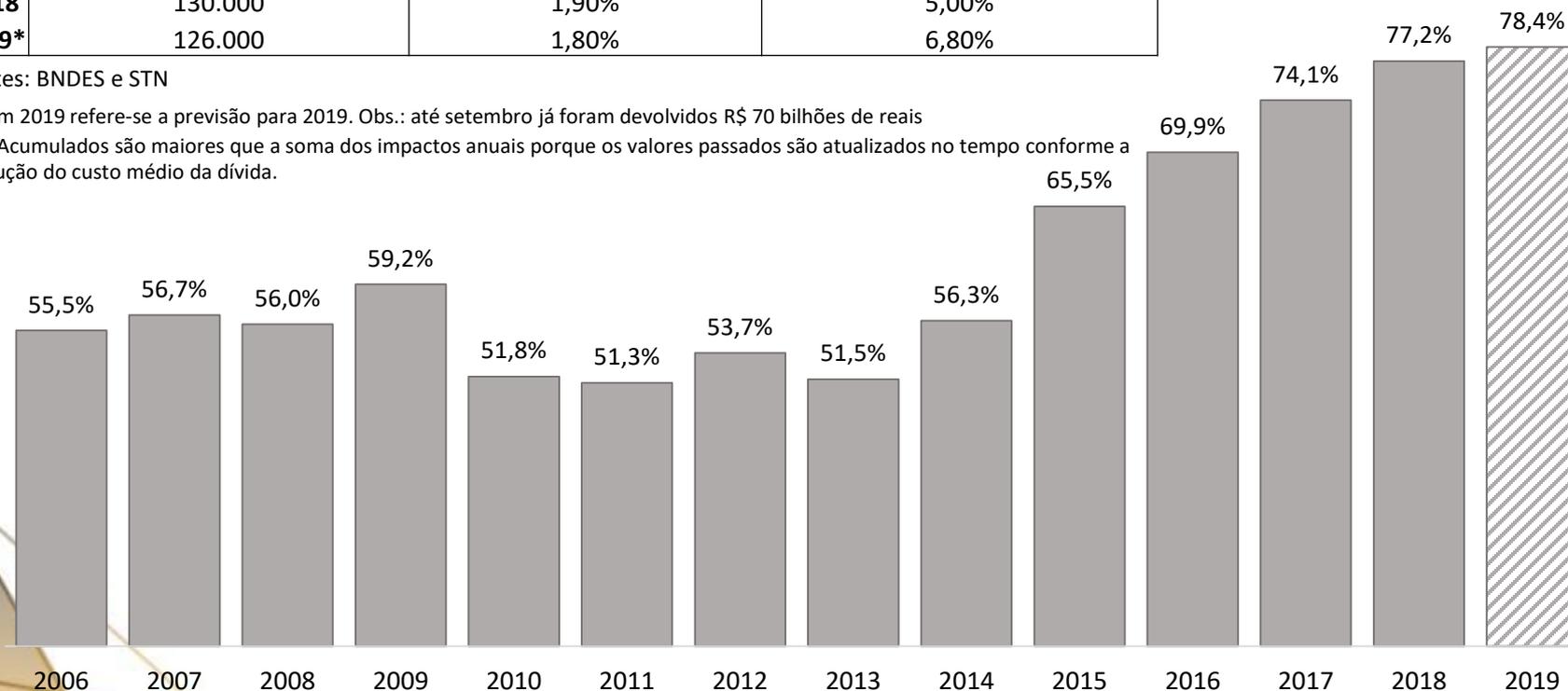
Posição em 20 de Setembro de 2019 e projeção para 2019

Ano	Retorno do Bndes (R\$ milhões)	Impacto % PIB do Ano p.p (*)	Impacto Acumulado/PIB (**) p.p
2015	15.766	0,30%	0,30%
2016	113.220	1,80%	2,10%
2017	50.000	0,80%	3,00%
2018	130.000	1,90%	5,00%
2019*	126.000	1,80%	6,80%

Fontes: BNDES e STN

(*) Em 2019 refere-se a previsão para 2019. Obs.: até setembro já foram devolvidos R\$ 70 bilhões de reais

(**) Acumulados são maiores que a soma dos impactos anuais porque os valores passados são atualizados no tempo conforme a evolução do custo médio da dívida.



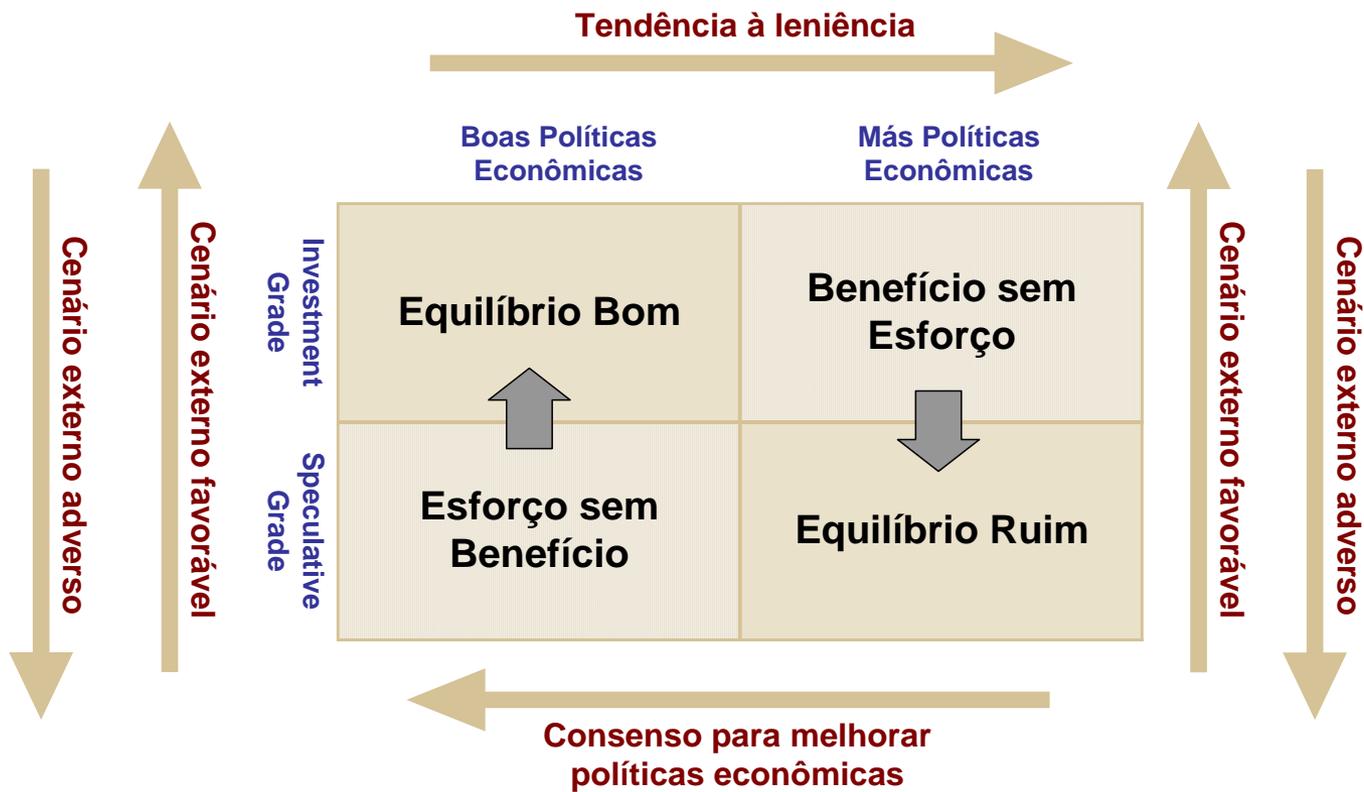
Conclusão

- A análise mostra que, como em períodos de consolidação fiscal verificados no passado, o ajuste fiscal continua penalizando os investimentos públicos
- Para mudar essa trajetória, é importante que se avance na agenda de reformas estruturais de redução de todas as despesas públicas
- A contenção do gasto primário, a redução do crédito público e dos subsídios creditícios (aprovação da TLP) permitiram a queda dos juros reais da economia. A manutenção deste novo equilíbrio depende da redução dos gastos públicos como proporção do PIB
- No entanto, equilíbrio macro é uma condição necessária, mas não suficiente para crescimento econômico. A agenda de reformas micro para o aumento de produtividade é fundamental para elevarmos o nosso crescimento potencial. Ainda há muito a ser feito

Obrigada!

CICLO DE POLÍTICA ECONÔMICA:

ESFORÇO, RECOMPENSA, LENIÊNCIA E PUNIÇÃO



Fonte: Banco BBM