



# BOLETIM MACRO

Junho de 2020



## Retomada em meio à incerteza

No último mês, a pandemia começou a dar sinais de estar sendo controlada nos países desenvolvidos, com exceção de alguns estados americanos. Nos países desenvolvidos, os governos têm avançado com o processo de reabertura da economia, ainda que mantendo medidas preventivas para reduzir o risco de novas ondas de contaminação. Ao mesmo tempo, os fortes estímulos monetários e fiscais iniciados em março têm contribuído para evitar uma recessão mais profunda e prolongada. Após um grande recuo da atividade em março e, principalmente, abril, dados preliminares de maio indicam que essas economias estão começando a se recuperar. O pior pode ter ficado para trás; mesmo que novas ondas de contaminação ocorram, é improvável que levem ao fechamento generalizado das atividades.

Mas, será que a recuperação mundial será em “V”? Provavelmente não. Tanto do lado da oferta, como do da demanda, o cenário central é de uma retomada mais forte, mas parcial, no terceiro trimestre, seguida de expansões mais moderadas nos trimestres seguintes. Apenas em meados de 2022 o PIB mundial voltaria ao nível do final de 2019.

Porém, o processo de recuperação será muito heterogêneo entre os países, refletindo tanto as variadas condições anteriores à crise como as diferentes formas pelas quais eles têm enfrentado a pandemia, em termos de saúde pública e volume de estímulos. Na Ásia emergente, e em particular na China, a retomada da economia tem sido mais rápida, com segmentos como o mercado imobiliário residencial e os investimentos em infraestrutura tendo desempenho mais forte. Segundo projeções do IBRE, a China deve crescer 1,4% em 2020 e 7,5% no próximo ano.

Com relação aos outros países, ainda há muita incerteza, mas o mais provável é um cenário de lenta retomada, com queda no acumulado do ano, a julgar pelo que projetam os principais órgãos multilaterais que fazem previsões econômicas, como FMI, OCDE e Banco Mundial. Destaque aqui para a entrevista coletiva do porta voz do FMI, no dia 18 de junho, confirmando que as previsões de crescimento serão reduzidas para 2020, sem grandes revisões para 2021.<sup>1</sup>

Na América Latina, na Índia e no Oriente Médio, a economia deverá seguir sofrendo com a pandemia, que ainda é bem preocupante. O número de novos casos de Covid-19 continua subindo, sem sinais de estabilização. Mesmo assim, o processo de flexibilização gradual das medidas de distanciamento social está em curso em vários países e o risco de reabertura prematura existe, podendo ser necessário um novo período de fechamento em algumas regiões. De fato, na Índia, o estado de Tamil Nadu ordenou novamente o confinamento de sua capital durante a segunda quinzena de junho.

<sup>1</sup> A atualização do relatório do *World Economic Outlook* será divulgada no dia 24 de junho.

A economia brasileira está passando, com certa defasagem, pelo mesmo processo experimentado pelos países desenvolvidos. Após expressivo recuo da atividade em abril, dados preliminares de maio indicam que o pior já deve ter passado. Em abril, o Indicador de Atividade Econômica (IAE) do IBRE retraiu-se 8,8% com relação ao mês de março e o IBC-Br também se contraiu em 9,7%, considerando o mesmo período. Para maio, a previsão do IBRE é que o IBC-Br fique estável em relação a abril. Para junho, a prévia dos índices de confiança do IBRE, publicada no último dia 16, mostra avanço mais expressivo no mês, após esses índices terem despencado para os menores níveis históricos em abril, e mostrar ligeiro aumento em maio.

Com base nessas informações, estimamos que o PIB do segundo trimestre tenha caído 9,8% em relação ao primeiro, a pior queda da nossa história, segundo estimativas do PIB trimestral do Brasil desde 1980, desenvolvidas pela equipe do Monitor do PIB do IBRE. Esperamos recuperação muito gradual no segundo semestre, o que deve levar a uma queda do PIB de 6,4% no ano, com efeitos devastadores no mercado de trabalho, com aumento expressivo da taxa de desemprego (18,7% na média do ano) e redução sem precedentes da massa ampliada de rendimentos (contração de 9%), já considerando todas as políticas adotadas para amenizar a queda de renda das famílias brasileiras.

De qualquer forma, diante de tanta incerteza, não podemos descartar novas revisões do PIB. Pois, além de estarmos passando por uma crise de saúde e econômica, atravessamos também intensa e prolongada crise política. A contínua tensão entre os Poderes cobra o seu preço em termos de crescimento e emprego.

É importante ressaltar que os riscos fiscais aumentaram no último mês, não apenas para 2020, mas também para o próximo ano. A pressão por mais gastos públicos deve permear o debate político. Além disso, o contexto político tem favorecido medidas com implicações muito negativas, não apenas para o arcabouço fiscal, como também para o ambiente de negócios. Por exemplo, a aprovação pelo Senado da proposta que suspende pagamento de empréstimo consignado por pessoas que não sofreram perda de renda na pandemia é uma medida populista, que deve afetar o mercado de crédito e prejudicar a retomada da economia.

Consequentemente, diante desse quadro, não podemos descartar cenário de grave crise fiscal e quadro recessivo mais intenso e duradouro. Somente a combinação de estabilidade política com retomada da agenda de reformas poderá alterar esse quadro.

A despeito de tantas incertezas inerentes a essa crise, os indicadores de condições financeiras mostraram consistente melhora desde 23 de março e, em uma segunda onda, depois de 13 de maio. Essa melhora nas condições financeiras internacionais também se refletiu nos mercados brasileiros. Em um mês, a cotação do CDS de 5 anos já caiu quase 70 bps e a Bolsa se valorizou 20%.

A significativa recuperação dos mercados globais de ações e títulos de dívida corporativa reflete, em parte, a ausência de alternativas de investimento e também as expectativas favoráveis para a atividade, devido aos elevados estímulos fiscais e monetários. Porém, como a melhora da economia real não está assegurada, não se pode destacar o risco de que haja um descolamento entre os mercados financeiros e a economia real. Ou, colocado de forma mais simples, que a forte valorização de ativos não passe de uma grande bolha.

Com essas preocupações em mente, podem ser resumidos os destaques desta edição do Boletim Macro IBRE, com os seguintes pontos:

1. Na seção sobre atividade econômica, destaca-se que abril foi um mês de tombos históricos em todos os principais indicadores da atividade econômica brasileira. O impacto da pandemia sobre a atividade varia significativamente entre os diversos setores. A queda da produção industrial ficou muito mais concentrada em bens de capital e bens duráveis, sendo que esses últimos claramente responderam à forte redução de demanda por esses produtos refletida nos dados do varejo. Esses resultados, em conjunto com as expectativas para maio e junho, corroboram cenário dramático para o PIB do segundo trimestre, para o qual esperamos retração de 11,5% na comparação interanual e de 9,8% na margem. Para o ano de 2020, nosso cenário é de queda de 6,4%. Se nossas projeções se confirmarem, no segundo trimestre deste ano o PIB retornaria ao nível do terceiro trimestre de 2009, controlando para a sazonalidade. Esperamos alguma recuperação ao longo do segundo semestre, de modo que o nível de atividade encerraria 2020 no mesmo patamar do terceiro trimestre de 2010. ([Seção 1](#))
2. Na seção sobre confiança, mostra-se que, depois de despencar para os menores níveis históricos em abril, os índices de confiança subiram em maio e avançaram de forma mais expressiva na prévia de junho, puxados pela melhora das expectativas. Em termos comparativos, vê-se que as perdas no Brasil foram bem maiores que as ocorridas na média dos emergentes, mesmo levando em consideração os diferentes *timings* da pandemia em distintas regiões do planeta. Além de o país ser o segundo mais afetado pelos efeitos da pandemia e das incertezas políticas, o descolamento entre as expectativas de empresas e consumidores pode ser um fator a dificultar ainda mais a recuperação da economia. ([Seção 2](#))
3. A seção sobre mercado de trabalho analisa dados recentes da PNAD Contínua e do Caged que revelam grande impacto da pandemia sobre o mercado de trabalho. No trimestre terminado em abril, a taxa de desocupação registrou pequeno aumento em relação ao trimestre findo um mês antes, de 0,4 ponto percentual, mas a queda interanual da População Ocupada foi de 3,4% – chegando a 9,3% na PNAD Contínua mensalizada de abril. Por outro lado, a Força de Trabalho também caiu em quase igual proporção (-8,8%), impedindo maiores aumentos da taxa de desocupação. O Caged, por sua vez, registrou saldo negativo de mais de 1 milhão de empregos entre março e abril, levando o volume de empregos formais no setor privado a um nível pior do que o do início da recuperação de 2018 – com nova queda projetada de 720 mil empregos em maio. Já a PNAD Covid-19 mostra um início do processo de volta da

população adulta à força de trabalho ao longo das semanas de maio, sem aumento simultâneo da população ocupada. Essa combinação inicia nova pressão de aumento de desemprego, que as projeções do Ibre/FGV apontam como de alta de 0,4 ponto percentual em maio, fechando em 12,9% nesse mês – e 18,7% no ano (média anual). [\(Seção 3\)](#)

4. A seção fiscal traça um panorama das principais medidas de combate à Covid-19 com impacto nas contas públicas primárias, evidenciando um adiamento do ajuste fiscal. O enfrentamento da pandemia pelo governo, através de medidas de socorro financeiro à população, às empresas e aos entes subnacionais, comprometeu o resultado primário do governo central. Nas receitas, pagamentos de diversos tributos tiveram prazos prorrogados, totalizando queda da arrecadação da ordem de R\$ 110 bi no curto prazo. O alto nível de incerteza impede projeções mais precisas sobre quando tais pagamentos poderão ser retomados. Os maiores impactos sobre o resultado primário se concentram, porém, nas despesas, onde são da ordem de R\$ 399 bi. Destacam-se o auxílio emergencial, os repasses a estados e municípios, gastos para a manutenção do emprego e com linhas de crédito para empresas, além dos gastos com saúde. No acumulado em 12 meses, o déficit primário do governo central mais que dobrou de março para abril, atingindo 2,5% do PIB. Para 2020, nossos cálculos indicam que esse déficit pode alcançar 9% do PIB. No cenário pós-crise, a eficiência dos programas sociais e a condução de reformas estruturais em prol da sustentabilidade das despesas obrigatórias serão indispensáveis para que a dívida pública não vire um obstáculo ao almejado retorno à normalidade. [\(Seção 4\)](#)

5. Com relação à inflação, nosso analista argumenta que, no segundo trimestre, as fontes de pressão ficaram concentradas em alimentos e combustíveis. Os preços desses produtos foram afetados pela pandemia e influenciaram os resultados do IPCA de maneira distinta nos últimos meses. Em abril prevaleceu a queda do preço dos combustíveis. Já em maio, os alimentos subiram menos e os preços dos combustíveis permaneceram em declínio. Por fim, em junho, alimentos e combustíveis seguem registrando aceleração, mudando a tendência da inflação. Para os próximos meses, o afrouxamento do isolamento social e a normalização das atividades comerciais trarão novos desafios para inflação. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção sobre política monetária, nosso analista pontua que, em especial nas circunstâncias presentes, quanto mais baixa a taxa Selic, maior o risco de instabilidade nos mercados de ativos, particularmente no mercado cambial. Movimentos baixistas de juros não necessariamente produzem depreciação cambial exacerbada, ou provocam expectativas mais altas de inflação, mas, na medida em que algo assim aconteça, põe-se em risco a convergência das expectativas, e da própria inflação, para uma meta de longo prazo, inferior aos objetivos ultimamente perseguidos. Para o nosso analista, teria sido mais prudente termos evitado caminhar para níveis tão baixos de taxas de juros. [\(Seção 6\)](#)

7. Com relação ao setor externo, reduzimos a expectativa de déficit em conta corrente para US\$ 6,0 bi (-0,4% do PIB) em 2020, ampliando a projeção do déficit de 2021 para US\$ 20,5bi

(-1,5% do PIB). Apesar dos déficits historicamente moderados, o momento internacional excepcionalmente difícil fará com que tenhamos relevante resultado negativo no balanço de pagamentos de 2020. Haverá recuperação em 2021, ainda que insuficiente para compensar as quedas de reservas internacionais acumuladas no biênio 2019-2020. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, discute-se que, na esteira da crise do novo coronavírus, os juros de política monetária praticados em algumas economias desenvolvidas voltaram a seu patamar mínimo. Em outras, já estavam nesse nível, e lá foram mantidos, havendo casos de juros negativos. Além disso, outro recurso adotado por ocasião da crise de 2008/09 foi retomado: as compras de ativos (QEs). Acresce que, diante da gravidade da situação atual, os bancos centrais não param de sinalizar que têm mais estímulo em estoque, pronto para ser usado. Com isso, os mercados financeiros (principalmente o acionário) voltam a se mostrar exuberantes, como ocorreu no período pós-2009. E isso acontece mesmo na presença de forte contração da atividade econômica. No fundo, é uma história que se repete. Nosso analista argumenta que, pelo menos no mundo avançado, parecem grandes as chances de o descolamento entre a economia real e o comportamento dos mercados financeiros persistir ainda por um bom tempo. Tal cenário parece ameaçado apenas pela eventualidade de forte recrudescimento da crise na saúde, caso em que o aumento acentuado das incertezas acabaria prejudicando o desempenho dos mercados. [\(Seção 8\)](#)

9. No Observatório Político, nosso analista convidado oferece algumas reflexões a respeito do que pode acontecer e o que se deve fazer com a questão militar, após a passagem de Bolsonaro pelo Palácio do Planalto. Se Bolsonaro for destituído e substituído pelo Vice-Presidente Hamilton Mourão, general de quatro estrelas da reserva, é de se esperar alguma redução no número de ministros de origem militar, abrindo espaço para que o novo mandatário possa incorporar ao Executivo mais políticos dos partidos conservadores, de modo a aumentar a base de apoio parlamentar ao governo. Mesmo assim, os militares continuarão com amplo poder político e voltados para questões domésticas. E se os mandatos de Bolsonaro e Mourão forem cassados pelo Tribunal Superior Eleitoral ou se Bolsonaro for derrotado nas urnas em 2022? A primeira sugestão exigiria uma emenda constitucional que acabe com divergências sobre a interpretação do papel constitucional das Forças Armadas. Há outras possibilidades de mais rápida e fácil implementação, todas tendo como norte a retirada dos militares da arena política e o reforço da orientação das Forças Armadas para atividades relacionadas à defesa nacional. [\(Seção 9\)](#)

10. E por fim, na Seção Em Foco, de autoria da pesquisadora Luana Miranda, o tema é a evolução das condições financeiras na pandemia. [\(Seção 10\)](#)

*Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos*

## 1. Atividade Econômica

### Caminhamos para o pior trimestre da história

Abril foi um mês de tombos históricos em todos os principais indicadores da atividade econômica brasileira. A indústria de transformação desabou 31,3%, na comparação com abril de 2019. A queda foi bastante generalizada, e apenas as atividades de fabricação de alimentos, celulose e papel, higiene e a indústria extrativa escaparam de um recuo interanual, esta última se beneficiando da base de comparação muito baixa no ano anterior. As vendas no comércio varejista ampliado se retraíram em 27,1% em bases interanuais. Os serviços, de acordo com os dados da PMS, registraram queda de 17,3%.

Chama atenção a heterogeneidade do choque atual entre as atividades de cada setor. A queda da produção industrial ficou muito mais concentrada em bens de capital e bens duráveis, que claramente

responderam à forte redução de demanda por esses produtos refletida nos resultados do varejo. Vestuário, móveis, eletrodomésticos e veículos lideraram a queda nas vendas. No lado dos serviços, destaca-se a segunda queda consecutiva muito intensa dos serviços prestados às famílias, cuja participação no PIB é consideravelmente maior do que na pesquisa mensal do IBGE.

Esses resultados, em conjunto com as expectativas para maio e junho, corroboram um cenário dramático para o PIB do segundo trimestre, para o qual esperamos retração de 11,5% na comparação interanual e de 9,8% na margem. Para o ano de 2020, nosso cenário é de queda de 6,4%, como mostra a Tabela 1.

Se nossas projeções se confirmarem, no segundo trimestre deste ano o PIB retornaria ao nível do terceiro trimestre de 2009. Esperamos alguma recuperação ao longo do segundo semestre, de modo que o nível de atividade encerraria 2020 no mesmo patamar do terceiro trimestre de 2010. A recuperação ao longo do próximo ano deverá ser lenta. Projetamos crescimento de apenas 2,5% em 2021, isto é, não recuperaremos nem metade do que foi perdido este ano. De

**Tabela 1: PIB: Projeções**

Atividades	2020.II (TsT)	2020.II (AsA)	2020
Consumo das Famílias	-11,1%	-12,0%	-9,7%
Consumo do Governo	0,5%	1,0%	1,0%
Investimento	-25,6%	-24,4%	-14,1%
Exportação	0,3%	-2,1%	-3,3%
Importação	-11,9%	-13,4%	-14,9%
<b>PIB</b>	<b>-9,8%</b>	<b>-11,5%</b>	<b>-6,4%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,3%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-15,3%</b>	<b>-7,9%</b>
Extrativa	-1,0%	7,0%	1,3%
Transformação	-21,0%	-23,4%	-11,5%
Construção Civil	-9,6%	-15,0%	-9,4%
Eletricidade e Outros	-5,0%	-6,2%	-2,6%
<b>Serviços</b>	<b>-8,3%</b>	<b>-9,7%</b>	<b>-5,5%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV



acordo com nossos cálculos, retornaremos ao nível de atividade do quarto trimestre de 2019, isto é, ao nível pré-pandemia, apenas no segundo semestre de 2022.

Em relação ao primeiro trimestre de 2020, pelo lado da oferta, apenas o setor agropecuário deve registrar alta na comparação com o quarto trimestre do ano passado. Tanto a indústria quanto os serviços devem se retrair na margem, refletindo os intensos efeitos da crise em março, último mês do trimestre. Em relação aos serviços, que representam mais de 70% do valor adicionado da economia, os efeitos devem ser sentidos de forma mais intensa no comércio, transportes e, especialmente, em outros serviços, atividade que inclui os serviços de alojamento, alimentação, serviços domésticos, atividades artísticas, entre outros radicalmente atingidos pela pandemia. Essa categoria corresponde a cerca de 24% dos serviços contabilizados no PIB e emprega um grande contingente de pessoas.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve se retrair em 11,1% TsT (-12,0% AsA) no segundo trimestre, e 9,7% no ano. Sendo assim, o componente que mais contribuiu para a recuperação no pós-recessão, crescendo bem acima do PIB desde 2017, será o grande impactado na crise atual. O investimento, por sua vez, deve cair impressionantes 24,4% TsT (25,6% AsA) no segundo trimestre, e 14,1% no ano. A queda do investimento no segundo trimestre poderia ser ainda mais intensa caso não houvesse ocorrido importação de plataformas de petróleo em maio. Segundo os dados do ICOMEX, a importação de bens de capital, que inclui plataformas de petróleo, cresceu 79% em maio, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, mas, ao excluí-las, houve queda de 40%.

A contribuição do setor externo deve ser positiva tanto no segundo trimestre quanto no ano. Projetamos queda de 11,9% TsT (-13,4% AsA) das importações no segundo trimestre e queda de 0,3% TsT (-2,1 AsA) das exportações. No ano, as importações devem cair 14,9% e as exportações, 3,3%.

No ano, esperamos crescimento de 2,3% da produção agropecuária, queda de 7,9% na indústria, influenciada principalmente pelas retrações na indústria de transformação e na construção civil, e recuo de 5,5% nos serviços. Esses números já levam em conta as políticas de compensação de renda anunciadas pelo governo. De acordo com nossas estimativas, a massa ampliada de rendimentos (que inclui, além da massa de rendimentos do trabalho, benefícios de proteção social e previdenciários) registraria uma queda real de 16% em 2020 caso não houvesse uma política de compensação de renda. Incluindo as transferências (R\$ 203,64 bilhões de auxílio emergencial para informais e beneficiários do Bolsa Família, R\$ 51,64 bilhões de auxílio antidesemprego para trabalhadores formais e R\$ 36,2 bilhões em saques do FGTS), a queda real é reduzida para 8,8%.

**Silvia Matos e Luana Miranda**

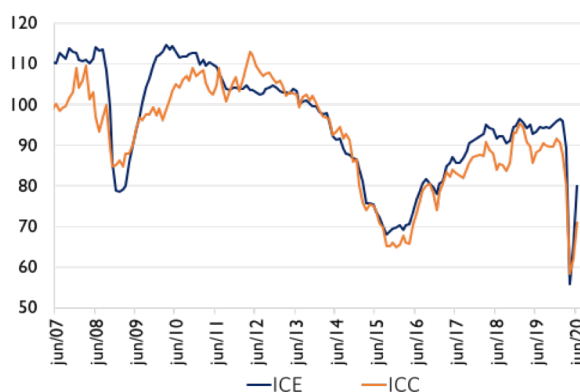


## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Depois do recorde negativo, expectativas começam a melhorar

Depois de despencar para os menores níveis históricos em abril, os índices de confiança subiram em maio e avançaram de forma mais expressiva na prévia de junho, publicada no dia 16 deste mês pelo IBRE. Os números de abril haviam sido tão atipicamente baixos que, mesmo com alta em junho de 14,5 pontos do Índice de Confiança Empresarial (ICE) e de 8,9 pontos do Índice de Confiança do Consumidor (ICC) – o resultado da prévia –, esses indicadores permaneceriam em níveis baixos em termos históricos, comparáveis aos pontos mínimos das duas recessões anteriores.

**Gráfico 1: Confiança de Consumidores e Empresários**  
(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Com os dados da prévia de junho, o ICE teria recuperado, no bimestre maio-junho, 60% das perdas observadas em março e abril, e, o ICC, 43%. A recuperação ocorre a partir da melhora das expectativas que, assim como os índices agregados, também avançaram de forma mais consistente entre as empresas que entre consumidores.

Na prévia de junho foi registrado também um aumento um pouco mais expressivo dos indicadores de situação atual (ISA) dos empresários e uma primeira alta do ISA dos consumidores. Esse resultado sinaliza que a flexibilização das medidas restritivas de isolamento em muitos estados pode estar contribuindo para uma melhora da percepção de empresas sobre o momento presente e reduzindo o pessimismo com relação à evolução dos negócios nos próximos meses, ainda que persista um quadro de grandes incertezas. O Índice de Expectativas Empresariais subiu 22,1 pontos, para 83,1 pontos; o Índice da Situação Atual Empresarial subiu 7,2 pontos para 71,1 pontos.

A prévia aponta alta da confiança em todos os setores, com recuperação mais expressiva no Comércio, que registra alta de 17,2 pontos da confiança, sinalizando maior retomada, correspondente a cerca de 61% das perdas observadas no bimestre março-abril. Os setores Serviços e Construção também já sinalizam a devolução de aproximadamente 45% e 31% das perdas ocorridas no mesmo período.

**Tabela 2: Índices de Confiança Setoriais e do Consumidor** – nível e evolução recente

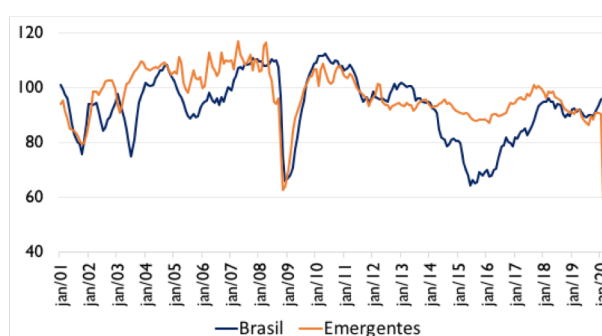
		Variação no mês (em ponto)		Variação MM3 (em pontos)	IC	ISA	IE	Diferença entre IE e ISA (em pontos)
Indústria	▲	17,0	▼	-6,4	78,4	76,8	80,3	3,5
Serviços	▲	10,2	▼	-4,0	70,7	61,8	79,9	18,1
Comércio	▲	17,2	▼	-1,2	84,6	84,3	85,5	1,2
Construção	▲	5,6	▼	-5,7	73,6	68,5	79,3	10,8
Empresarial	▲	14,5	▼	-3,2	80,0	71,1	83,1	12,0
Consumidor	▲	8,9	▼	-3,1	71,0	70,1	73,0	2,9

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

A Indústria registrou o avanço expressivo de 17,0 pontos na prévia, acumulando no bimestre maio-junho recuperação de 47% das perdas observadas no bimestre imediatamente anterior. Na comparação com outros países, notamos que a confiança da indústria brasileira vinha muito baixa desde a crise de 2014-2016. A partir de 2018, houve certa convergência de outros países em uma tendência de queda, sinalizando o início de uma desaceleração global, enquanto o Brasil parecia trilhar o caminho oposto. No início de 2020, a crise começou a impactar a confiança da maioria dos países, começando pela China e pelo Leste Asiático, levando a uma queda mais intensa da confiança de países emergentes nos primeiros meses do ano. A partir de março e, principalmente, em abril, a queda de confiança tornou-se generalizada. Em março e abril, as perdas no Brasil foram bem maiores que as ocorridas na média dos emergentes, mesmo levando em consideração os diferentes *timings* da pandemia nas regiões do planeta. Com a recuperação mais forte de junho, é possível que o Brasil se aproxime um pouco dos níveis de confiança de outros países.

Os consumidores brasileiros continuam contidos em suas avaliações sobre o momento e expectativas para o futuro. O resultado preliminar de junho mostra ligeira diminuição da insatisfação sobre o

momento atual e redução de pessimismo para os próximos meses, movimento de menor magnitude que entre empresas, indicando que a população está muito cautelosa diante da crise. Metade das famílias pesquisadas havia apontado perda de renda familiar em maio. Esse

**Gráfico 2: Confiança da Indústria no Mundo**  
(dados padronizados com ajuste sazonal)\*

\*valores padronizados e ponderados pelo PIB em PPP.  
Fontes: OCDE; Thompson Reuters. Elaboração: IBRE/FGV.

fator, associado à incerteza elevada e ao medo do desemprego, justifica a cautela. O ímpeto de compras continua em níveis historicamente muito baixos.

Em síntese, ainda é difícil de prever a velocidade de recuperação dos índices de confiança no país, que vinham se aproximando dos patamares médios internacionais antes da crise. Além de o país ser o segundo mais afetado pela pandemia e das incertezas políticas, o descolamento entre as expectativas de empresas e consumidores pode ser um fator a dificultar ainda mais na recuperação.

*Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt*

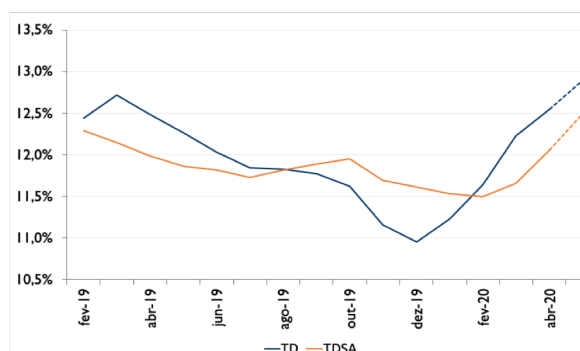
### 3. Mercado de Trabalho

**Taxa de Desocupação cai a um ritmo mais forte com desaceleração da queda dos desalentados, e inflação e informalidade tendem a enfraquecer renda média**

A taxa de desemprego da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do trimestre terminado em abril de 2020 registrou o nível de 12,6%, se mantendo estável em relação ao mesmo trimestre móvel do ano anterior, mas com um crescimento de 0,4 ponto percentual em relação ao trimestre terminado em março, com ajuste sazonal. O indicador veio abaixo daquele projetado pelo Ibge/FGV e também do esperado pela mediana dos analistas.

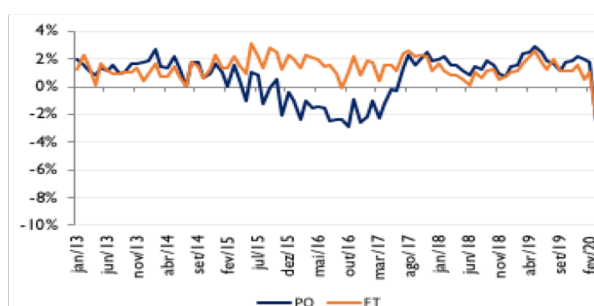
Esse resultado é o mesmo quando se usa a PNAD Contínua mensalizada, como explicitado por Duque e Martins (2020). No entanto, o volume de ocupações e o número de trabalhadores fora da força de trabalho apresentaram grandes quedas interanuais, de 9,3 e 8,8%, respectivamente. Tais reduções foram as maiores já vistas em todo o período de registro da PNAD Contínua. Em termos de números absolutos, foram 9,8 milhões de ocupações perdidas.

**Gráfico 3: Taxa de Desemprego - 2019-20 (%)**



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

**Gráfico 4: Variação Interanual da População Ocupada e Força de Trabalho (%)**



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

Junho de 2020

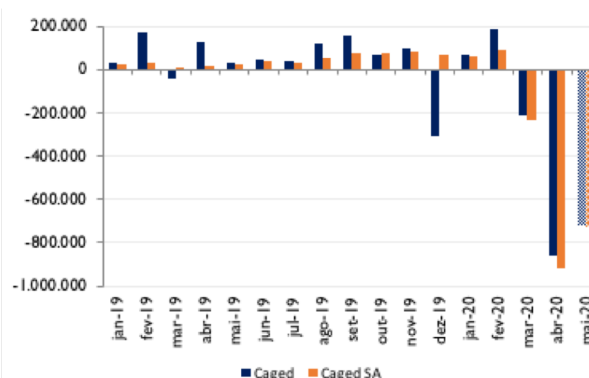
O Caged, por sua vez, acumulou, apenas entre março e abril, um saldo negativo de mais de um milhão de empregos formais. Na série com ajuste sazonal, as perdas acumuladas nesses dois últimos meses foram equivalentes a todos os ganhos de emprego formal ocorridos desde 2018. Em maio, espera-se mais queda, de cerca de 720 mil empregos – ou seja, menos intensa do que a ocorrida no mês anterior, mas ainda em grande volume.

Recentemente, o IBGE divulgou a PNAD Covid-19, cujo objetivo é fazer um acompanhamento semanal do mercado de trabalho – e suas interações com saúde – durante o período da pandemia. Apesar de incertezas na questão da comparação com o histórico da PNADC original, é possível com tais dados antecipar algumas tendências. Desse modo, o Gráfico 6 mostra a evolução semanal da População Ocupada e da Força de Trabalho do país em maio.

O Gráfico 6 indica que, enquanto a População Ocupada se manteve relativamente estável ao longo das semanas, a Força de Trabalho cresceu todas as semanas, passando de menos de 94 para mais de 95 milhões entre a primeira e quarta semana, um aumento de mais de um milhão de trabalhadores. Desse modo, a PNAD Covid-19 antecipa um provável aumento da Taxa de Desocupação em maio – projetada para 12,9% na PNADC, o que, na margem, significa alta de 0,4 p.p. Para o ano, a projeção está mantida em 18,7%, com seu pico no terceiro trimestre, quando toda força de trabalho tende a voltar aos níveis anteriores à pandemia, principalmente pelo fim do auxílio emergencial.

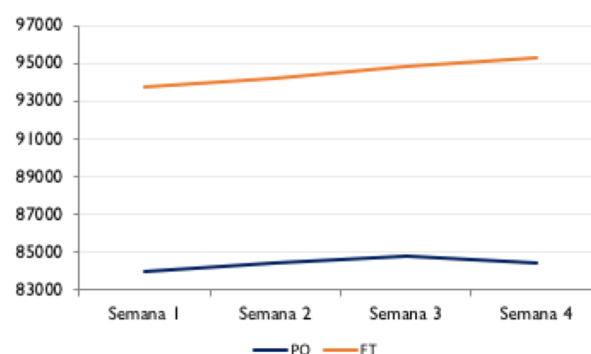
**Daniel Duque**

**Gráfico 5: CAGED**



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

**Gráfico 6: População Ocupada e Força de Trabalho, por semana de maio/2020**



Fonte: PNAD Covid-19 (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

## 4. Inflação

### A queda de braço entre alimentos e combustíveis

Em maio, o IPCA registrou queda de 0,38%. O resultado veio acima do esperado pelo mercado financeiro, mas dentro do intervalo de expectativas. A mediana apontava queda de 0,5%.

Observando os destaques do IPCA de maio, constata-se que o índice continuou muito influenciado pelo comportamento dos preços de alimentos e combustíveis. Os demais componentes do IPCA – dado o fechamento de parte importante do comércio – permanecem registrando taxas de variação pouco expressivas. O adiamento do reajuste de alguns preços controlados reforçou a contribuição para que a inflação se mantivesse baixa neste segundo trimestre. Ademais, as quedas registradas na gasolina em abril e maio contribuíram para a desaceleração dos preços monitorados, que passaram a acumular recuo de 0,96% em 12 meses.

Os efeitos da desvalorização cambial, até pouco tempo sem repercussão destacada no IPCA, influenciaram o resultado do índice em maio. As implicações do *pass-through* – enfraquecidas pela queda da atividade econômica – foram mais visíveis nos preços da gasolina, principalmente quando a queda do preço do barril de petróleo não compensa a desvalorização do real, mas em maio a situação foi diferente. Os produtos comercializáveis, impulsionados pela desvalorização do real, destacaram-se no resultado do IPCA, contribuindo para a queda menos intensa da inflação. Os aparelhos eletroeletrônicos subiram em média 3,21%. Esses itens estavam apresentando queda no primeiro trimestre, mas a desvalorização cambial encareceu peças e produtos importados, e os preços, mesmo com o enfraquecimento da demanda, avançaram significativamente. Os destaques foram videogames (7,69%) e computadores (5,25%).

Para junho, os preços dos bens duráveis devem oferecer trégua, subindo menos que o apurado em maio. No entanto, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-10), cuja taxa se acelerou de 0,25% em maio para 2,35% em junho, nos antecipa que as fontes de pressão continuarão concentradas em combustíveis e alimentos. No IPA-10 de junho, combustíveis para consumo (-18,85% para 16,02%) e combustíveis para produção (-15,34% para 0,22%) responderam por quase 60% da aceleração do indicador. Ainda no IPA, os alimentos também apresentaram avanço em seus preços. Os *in natura* registraram alta de 2,89%, ante 2,11% no mês anterior. Nesse segmento, batata-inglesa (35,26%) e feijão (9,88%) foram os principais destaques. Entre os alimentos processados, o destaque foi o aumento de preço das proteínas (aves, bovinos e suínos), principalmente carne bovina, que subiu 3,92%, ante 2,17%, em maio.

As pressões inflacionárias antecipadas pelo IPA já influenciam os preços ao consumidor. Na segunda semana de junho, a gasolina está 2,4% mais cara que em igual período em maio. Efeito semelhante também já pode ser observado junto ao preço da carne bovina, que subiu 0,93% no IPC-10 de junho, ante -0,59% em maio.

Essas fontes de pressão ficarão mais intensas ao longo deste mês, favorecendo a gradual aceleração da inflação ao consumidor. O IPC-S da FGV, após registrar queda de 0,54% em maio, já acumula duas acelerações em suas prévias de junho. A deflação registrada na segunda quadrissemana do mês foi bem mais tímida, -0,13%. A expectativa é que o índice encerre o mês de junho com variação positiva.

Tendência similar será verificada no IPCA. O índice oficial não registrará nova deflação e poderá subir 0,25% em junho. Com esse resultado, o IPCA poderá fechar o ano com alta de 1,4%, ainda muito abaixo do limite inferior da margem de tolerância da meta de inflação (2,5%).

No segundo trimestre, as fontes de pressão ficaram concentradas em alimentos e combustíveis. Os preços desses produtos foram afetados pela pandemia e influenciaram os resultados do IPCA de maneira distinta nos últimos meses. Em abril, prevaleceu a queda do preço dos combustíveis. Já em maio, os alimentos subiram menos e os preços dos combustíveis permaneceram em declínio. Por fim, em junho, alimentos e combustíveis seguem registrando aceleração, mudando a tendência da inflação. Para os próximos meses, o afrouxamento do isolamento social e a normalização das atividades comerciais trarão novos desafios para o *front* inflacionário.

**André Braz**

## 5. Política Monetária

### O risco de juros muito baixos

Na reunião do Copom do último dia 17, o Banco Central optou por levar os juros básicos da economia para patamar ainda mais baixo. O Comitê reduziu a taxa Selic em mais 75 pontos, sinalizados no encontro anterior, e deixou aberto o espaço para queda adicional. Foi suficientemente cuidadoso, contudo, para indicar que “eventual ajuste futuro no atual grau de estímulo monetário será residual”. Se interpretarmos esse “residual” como sugestivo de 25 pontos de redução adicional, os juros básicos de política monetária ficarão em 2,0% ao ano, na hipótese de as circunstâncias permitirem.

A questão que nos parece relevante diz respeito ao nível de taxa Selic a que se chegou. Não seria esse nível excessivamente baixo, tendo em vista, principalmente, as condições fiscais do país? Será que manter a taxa em algo como 3,0% a.a. não teria sido mais prudente? Por certo, 2,0% e 3,0% são números bem próximos, mas, no mundo de hoje, um ponto percentual a mais ou a menos pode fazer diferença.

Em favor da ideia de juros mais baixos, pode-se chamar a atenção para a fraqueza da economia e para o fato de ter ficado ainda mais frágil com o advento da pandemia, sem perspectivas concretas de uma rápida e plena recuperação. Em parte por esse motivo, as expectativas e as projeções de inflação encontram-se abaixo da meta para 2021, estipulada em 3,75%. De acordo com o Focus, as expectativas estão em 3,0%, enquanto a projeção do BC com base no chamado cenário híbrido é de 3,2%. Justamente por isso, segue o argumento, faz-se preciso reduzir os juros.

Existe, porém, outra forma de abordar esse assunto. O regime monetário em vigor no Brasil envolve metas para anos fechados. É o critério de ano-calendário. Ocorre que, em nossa busca por uma meta estável de inflação, de longo prazo, desde a implantação do regime de metas, a tendência tem sido de redução dos objetivos numéricos de inflação, para os períodos seguintes. No momento, as metas para 2020 e 2021 são 4,0% e 3,75%, respectivamente. Para 2022 é 3,5%. Em poucas palavras, estamos na luta para ancorar o sistema de preços em torno de uma taxa

baixa de inflação, algo que tende a beneficiar as camadas menos favorecidas da população e que contribui para o crescimento econômico, na medida em que facilita o cálculo econômico, estimulando os investimentos.

Dado que estamos em meio a esse processo, é possível que perseguir prioritariamente a meta de 2021, quando o objetivo para mais adiante é um número ainda mais baixo, pode não ser a melhor estratégia. Será que isso não pode significar pôr em risco o cumprimento da meta para anos seguintes? Seria com prazos mais longos que deveríamos nos preocupar, dado que já avançamos tanto na convergência para níveis civilizados de inflação? A nosso ver, sim.

No futuro próximo, teremos de fazer esforços enormes para estabilizar a dívida pública, e eventualmente fazê-la decrescer. Em particular, o objetivo de reverter o extraordinário aumento dos gastos públicos do período da pandemia exigirá coordenação e muita determinação política, sendo incertos os resultados. Como se sabe, o lado fiscal é o que mais pesa em qualquer avaliação do risco país. Em especial em circunstâncias como essa, quanto mais baixa a taxa Selic, maior o risco de instabilidade nos mercados de ativos, particularmente no mercado cambial. Movimentos baixistas de juros não necessariamente produzem depreciação cambial exacerbada, ou provocam expectativas mais altas de inflação, mas, na medida em que algo assim aconteça, põe-se em risco a convergência das expectativas, e da própria inflação, para uma meta de longo prazo, inferior aos objetivos ultimamente perseguidos.

Talvez esse fosse um risco que valesse muito a pena correr. Seria o caso, por exemplo, de estarmos diante da possibilidade de estimular significativamente a economia por meio de juros bem baixos. Entretanto, essa não é definitivamente a situação atual da economia brasileira. São muitos os entraves à nossa recuperação econômica, entraves não removíveis por meio de juros mais baixos.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### **Covid-19 e contas públicas: piora no cenário macrofiscal e adiamento do ajuste**

Com a progressiva deterioração fiscal observada nos últimos anos, alguns esforços do governo – ainda que lentos e modestos – permitiram até o início de 2020 uma contida e instável melhora do resultado primário do governo central. Após alcançar déficits primários (acumulados em 12 meses) acima de 3% do PIB em meados de 2016 e 2017, o governo central registrou em janeiro de 2020 um déficit primário de 1,1% do PIB (também acumulado em 12 meses). Esse valor – menor déficit primário desde novembro de 2015 – refletia, no entanto, uma das inúmeras receitas atípicas utilizada pelo governo para amenizar a situação das contas públicas.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Em dezembro de 2019, o leilão da cessão onerosa trouxe R\$ 70 bilhões aos cofres públicos, dos quais R\$ 11,7 bilhões foram repassados a estados e municípios.



O que poderia ser o ensaio de uma longa e difícil recuperação fiscal foi, no entanto, rapidamente atropelado pelo novo cenário da pandemia da Covid-19. O senso de urgência instaurado pelo isolamento social jamais visto fez o governo abrir espaço para medidas necessárias de socorro financeiro à população, às empresas e aos entes subnacionais, minando qualquer possibilidade de ajuste.

Do lado da receita, a contribuição para piora da trajetória não se restringe à atividade econômica mais fraca. Com o objetivo de aliviar contribuintes de suas obrigações com o Fisco, pagamentos de diversos tributos tiveram seus prazos prorrogados. Itens da receita que despendem por conta dessa medida incluem o Imposto de Renda sobre Pessoa Física, as contribuições previdenciárias, além do PIS/PASEP e da COFINS. Embora tais diferimentos tenham impacto estimado em R\$ 110 bilhões pelo Ministério da Economia, a expectativa é que seus efeitos se concentrem no curto prazo. Cabe ressaltar, porém, que as incertezas a respeito do rumo de diversos setores da economia num futuro próximo inviabilizam maiores garantias sobre, por exemplo, quando tais pagamentos poderão ser efetivados.

Já as medidas com impacto negativo sobre a receita tidas como de caráter definitivo pelo governo totalizam R\$ 18 bilhões, volume bem abaixo da perda temporária mencionada acima. Entre elas, estão a isenção temporária da cobrança do IOF sobre crédito, orçada em R\$ 7,1 bilhões, e a suspensão temporária de pagamentos da dívida previdenciária dos municípios junto à União, orçada em R\$ 5,6 bilhões.

Os maiores prejuízos ao resultado primário, porém, se concentram no aumento das despesas. Apenas o auxílio financeiro emergencial foi orçado em R\$ 152,6 bilhões – valor que aumentará caso a pressão de alguns parlamentares pela prorrogação do programa tenha sucesso. Na esfera subnacional, a fim de auxiliar estados e municípios que sofrem com a redução de recursos durante a pandemia (quedas na arrecadação própria e nas transferências constitucionais para seus fundos), o governo federal estima um repasse adicional de R\$ 76,2 bilhões.

Entre outras medidas onerosas, estão as voltadas à manutenção e suporte emergencial do emprego e renda, orçadas até então em R\$ 85,6 bilhões. Através dessas medidas, foram autorizadas suspensões temporárias e cortes parciais da carga horária com compensação proporcional custeada pelo governo, além de uma linha de crédito especial para financiamento da folha salarial das empresas. Com o fim de viabilizar melhores condições de crédito para micro, pequenas e médias empresas, o governo federal também repassará R\$ 35,9 bilhões a fundos garantidores de crédito. Somadas todas as medidas de expansão de despesas e aumento de gastos com saúde, além de outras também direcionadas a mitigar os efeitos da Covid-19, o montante de novas despesas primárias está orçado em R\$ 399 bilhões – Tabela 3.

Para as despesas e receitas mencionadas, os valores apresentados se referem ao impacto total das medidas no ano. Apesar disso, a divulgação de dados mensais já aponta piora significativa

do resultado primário. Apenas de março para abril, o déficit primário do governo central no acumulado em 12 meses mais que dobrou, passando de 1,2% do PIB para 2,5%, refletindo também a piora no desempenho do PIB. Com isso, para 2020, a expectativa é que o déficit primário do governo central alcance 9% do PIB, de acordo com cálculos próprios.

**Tabela 3: Medidas Federais contra a Covid-19 com Impacto Primário**

Rubricas	R\$ bi	% PIB
<b>Impacto no Resultado Primário de 2020 (I - II)</b>	<b>-417</b>	<b>-6,1</b>
<b>Receitas (I)</b>	<b>-18</b>	<b>-0,3</b>
Suspensão de Pagamento de Dívidas Previdenciárias dos Municípios	-6	-0,1
Redução temp. do IOF crédito	-7	-0,1
Outras desonerações de tributos	-6	-0,1
<b>Despesas (II)</b>	<b>399</b>	<b>5,8</b>
Ampliação do Programa Bolsa Família	3	0,0
Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda	52	0,8
Auxílio Financeiro Emergencial (R\$ 600,00 mensais por 3 meses)	153	2,2
Programa Emergencial de Suporte a Empregos (Folha de Pagamentos – PESE Funding União)	34	0,5
Auxílio a Estados e Municípios – Compensação FPE e FPM	16	0,2
Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe)	16	0,2
Auxílio Financeiro Emergencial Federativo (4 meses)	60	0,9
Programa Emergencial de Acesso a Crédito	20	0,3
Demais	46	0,7

Fonte: Ministério da Economia, Medidas Provisórias e Painel de Monitoramento dos Gastos da União com Combate à COVID-19. Com base em dados até 16 de junho. Elaboração: IBRE/FGV

Diante dos pacotes de auxílio socioeconômico observados pelo mundo nos primeiros meses da crise, predominava amplo consenso a respeito da necessidade de fazer o mesmo em caráter emergencial para o Brasil. Com a gradual retomada de algumas economias, no entanto, já se discute a questão de encerrar ou prorrogar determinadas medidas – discussões essas que devem se estender enquanto o cenário para o futuro próximo permanecer turvo e não houver melhor discernimento entre os efeitos restritos à duração da crise e os demais efeitos, a serem sentidos no médio e longo prazo.

Mesmo com incertezas ainda dominando o cenário econômico, um dos caminhos certos para o período pós-crise será o do ajuste fiscal – uma missão, agora, mais longa e difícil do que nunca. Lidar com a nova realidade pós-crise e seus desequilíbrios fiscais dependerá de medidas muito mais complexas que as atipicidades ocorridas até então. A atuação eficiente de programas sociais e reformas estruturais que garantam sustentabilidade às despesas obrigatórias serão cruciais para que as perspectivas de dívida pública não se coloquem como obstáculo ao almejado retorno à normalidade.

*Juliana Damasceno e Matheus Rosa*

## 7. Setor Externo

### Ajustes em um cenário delicado

No último Boletim Macro, atualizamos nossas projeções para a conta corrente do biênio 2020-2021, tendo como pano de fundo o momento global excepcionalmente difícil que enfrentamos. Passamos a projetar déficit em conta corrente relativamente baixo em 2020, de somente -0,7% do PIB, mas ainda assim enxergávamos uma diminuição das reservas internacionais pouco maior que US\$ 40bi este ano.

Tal resultado, bastante pouco usual, tinha relação direta com as fortes fugas de capital durante a pandemia da Covid-19, constituindo severo choque de financiamento ao mundo emergente. Ainda que esperássemos certa normalização das condições em 2021, com expansão do déficit em 2021 para -1,2% do PIB e, ao mesmo tempo, normalização dos fluxos para emergentes, a acumulação resultante de reservas não seria suficiente para compensar as vendas acumuladas no biênio 2019-2020.

Usualmente, não revisariamos o cenário em espaço tão curto de tempo. Porém, as instáveis condições de contorno, tanto externas como internas, já sugerem mudanças dignas de nota em nossas projeções do balanço de pagamentos.

No crescimento externo, não observamos mudanças substantivas: a situação continua bastante difícil e o mundo caminha para uma contração histórica. Tomando o desempenho recente dos principais indicadores de comércio global, bem como as projeções do FMI, da OCDE e da OMC, esperamos como cenário base contração um pouco superior a 13% do comércio em 2020. Haverá recuperação no ano que vem, ainda que incompleta.

No crescimento doméstico, nossos exercícios mais recentes indicam contração do PIB de 6,4% em 2020, com choques severos na indústria e nos serviços – e, por simetria, com impactos relevantes na absorção doméstica privada (para a qual esperamos contração de 10,6%). Tal como no caso do comércio internacional, antevemos recuperação, ainda que incompleta, em 2021 (crescimento de somente 2,5% no PIB e de 3,6% na demanda doméstica).

Apesar do comportamento bastante negativo da atividade global e de ajustes relevantes à baixa de preços de *commodities*, já tínhamos apontado no último Boletim que a pauta comercial brasileira oferecia alguma “blindagem”: os preços de exportação caíam menos do que o sugerido pela média das *commodities* e a queda nos preços de importação ajudava a mitigar os efeitos sobre os termos de troca.

Durante o último mês, a situação parece ter ficado mais favorável. Do lado das exportações, perspectivas concretas de elevação dos gastos com infraestrutura na China, associados a ajustes negativos na oferta, têm majorado as cotações de minério de ferro (importante produto de nossa pauta exportadora) e de *commodities* metálicas.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Preços de energia e de grãos também passaram por ajuste positivo, ainda que permaneçam em níveis deprimidos.

Já do lado das importações, as cotações de bens industriais e combustíveis, importantes componentes do volume importado, permanecem disciplinadas em meio ao forte choque negativo na demanda global. Juntando tudo, passamos a projetar pequena elevação dos termos de troca até o final de 2020, com estabilização nesses níveis mais elevados até o fim de 2021.

Por fim, a atualização mais recente de nossos modelos para a taxa de câmbio<sup>4</sup> indicou que as oscilações no cenário internacional foram preponderantes para explicar o comportamento de nossa moeda. Isso valeu tanto para a apreciação observada durante maio como para a depreciação registrada em junho – tanto o diferencial de juros como fatores domésticos mostraram-se, no geral, vetores marginais para o comportamento da moeda durante as últimas semanas.

Ainda que permaneça elevado nível de tensão e incerteza sobre o cenário prospectivo (externo e interno), houve clara descompressão desde o último Boletim. Em câmbio tudo muda com grande velocidade; dito isso, nosso cenário hoje ainda sugere depreciação adicional até o final de 2021, mas muito menos intensa do que esperávamos no mês passado.

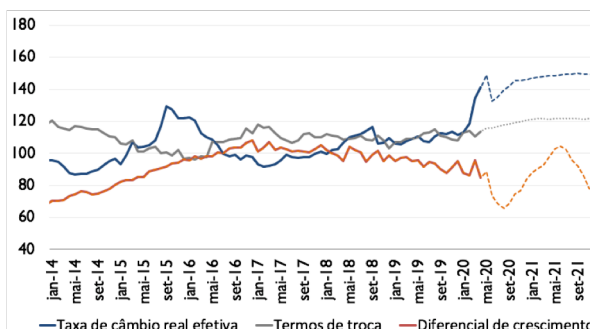
O novo comportamento esperado para os fundamentos, até o fim de 2021, está condensado no Gráfico 7. Os leitores mais atentos notarão algumas mudanças relevantes em relação ao mês anterior, especialmente na taxa de câmbio e nos termos de troca: um mundo tão incerto quanto o atual pode levar a importantes revisões em espaço tão curto de tempo.

Incorporando os dados do primeiro quadrimestre – com março e abril já refletindo a realidade pós-Covid, com superávits na conta corrente e fortíssimas saídas de capital – e as trajetórias acima dos fundamentos, revisamos novamente nossas projeções para o balanço de pagamentos.

Nossa atual projeção de déficit em conta corrente foi reduzida para US\$ 6,0bi (anterior: US\$ 10,5bi) em 2020, equivalente a -0,4% do PIB, subindo moderadamente para US\$ 20,5bi (anterior: US\$ 16,0bi) em 2021, o que seria consistente com -1,5% do PIB.

Revisamos marginalmente o saldo em balança comercial de 2020, com maiores exportações (devido à melhora nos termos de troca) sendo compensadas por importações mais elevadas

**Gráfico 7: Fundamentos do Setor Externo Brasileiro**  
(2006=100)



Fontes: Banco Central do Brasil, FUNCEX, CPB, OMC, FMI e IBGE, com cálculos próprios. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>4</sup> Temos, há muito tempo, desenvolvido modelos econométricos que permitem avaliar os fatores determinantes para o comportamento da moeda: fatores externos (como a força do USD no mundo, preços de *commodities*, juros longos americanos e aversão global ao risco), o diferencial de juros (de um ano) e fatores internos (basicamente a parcela do risco-Brasil que não consegue ser explicada por fatores globais).

(no que se destacam as plataformas de petróleo). Já para 2021, a taxa de câmbio levemente mais apreciada (na média do ano) levou a uma combinação de exportações mais fracas e, principalmente, importações levemente mais fortes.

As revisões nas outras rubricas da conta corrente foram bastante pontuais para o biênio. Em 2020, destacou-se nova redução nas remessas de lucros e dividendos e menores gastos em “Outros serviços e rendas primárias”, especificamente em aluguéis de equipamentos. A desaceleração adicional da economia doméstica e revisões das plataformas em operação no Brasil foram os principais vetores de ajuste. Já em 2021, os ajustes fora da balança comercial foram marginais, como se pode observar na Tabela 4.

**Tabela 4: Déficit em Conta Corrente** (US\$bi e % do PIB)

	2020 (anterior)**	2020 (atual)**	2021 (anterior)**	2021 (atual)**
<b>Conta corrente</b>	<b>-10,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-16,0</b>	<b>-20,5</b>
<b>Balança comercial*</b>	<b>42,0</b>	<b>43,6</b>	<b>45,0</b>	<b>40,0</b>
<i>Exportações</i>	<i>187,0</i>	<i>193,5</i>	<i>210,0</i>	<i>208,5</i>
<i>Importações</i>	<i>145,0</i>	<i>149,9</i>	<i>165,0</i>	<i>168,5</i>
<b>Pagamento de juros</b>	<b>-19,0</b>	<b>-20,3</b>	<b>-17,0</b>	<b>-16,5</b>
<b>Viagens</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,0</b>
<b>Lucros e dividendos</b>	<b>-12,0</b>	<b>-9,3</b>	<b>-17,0</b>	<b>-17,1</b>
<b>Fretes</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,4</b>
<b>Outros serviços e rendas primárias</b>	<b>-14,7</b>	<b>-13,3</b>	<b>-16,5</b>	<b>-17,1</b>
<b>Renda secundária</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
<b>Conta corrente (%PIB)</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-1,5%</b>

\*conceito BCB; \*\* previsão anterior feita em mai/20 e atual em jun/20 Fontes: BCB; IBRE/FGV.  
Elaboração: IBRE/FGV

Sabemos que, em condições normais, um déficit em conta corrente menor estaria umbilicalmente associado à maior folga no balanço de pagamentos, potencialmente levando a um cenário de acumulação de reservas internacionais. No entanto, estamos bastante longe de condições normais e, mesmo em cenário de déficit mínimo, enfrentaremos dificuldades de financiamento<sup>5</sup> – fato particularmente verdadeiro para 2020.

Em 2020, nossa atual projeção é de resultado negativo no balanço de pagamentos – ou seja, recuo de reservas internacionais – de (-)US\$38,0bi (anterior: (-)US\$ 43,0bi). A pequena melhora

<sup>5</sup> Os dados de março reforçam essa percepção, com superávit na conta corrente (US\$ 0,8bi) e, ao mesmo tempo, enormes saídas de capital em portfólio que levaram a um balanço de pagamentos deficitário em aproximadamente US\$ 20bi.

em relação à projeção anterior não muda em nada o debate qualitativo: um cenário de fortes saídas em portfólio e fluxos de curto prazo, refletindo o *flight to quality* em cenário de exacerbada aversão ao risco.

Com a progressiva normalização da economia em 2021, os déficits seriam facilmente financiados, mesmo que maiores, e haveria alguma recomposição das reservas. Continuamos, no entanto, com a mesma conclusão do último Boletim: mesmo com melhora em 2021, as quedas de reservas acumuladas no biênio 2019-2020 não serão compensadas.

**Tabela 5: Usos e Recursos do Balanço de Pagamentos (US\$bi)**

	2020 (anterior)**	2020 (atual)**	2021 (anterior)**	2021 (atual)**
<b>Usos</b>	<b>-70,9</b>	<b>-68,8</b>	<b>-82,0</b>	<b>-87,3</b>
Conta corrente	-10,4	-6,0	-16,0	-20,5
Amortizações	-60,5	-62,9	-66,0	-66,8
<b>Recursos</b>	<b>28,0</b>	<b>30,8</b>	<b>105,0</b>	<b>115,1</b>
Investimento direto líquido	53,0	56,0	50,0	55,3
Portfólio (carteira)	-65,0	-66,9	0,0	-3,3
Captações (rolagem)	46,0	50,9	55,0	60,6
Outros fluxos	-6,0	-9,2	0,0	2,5
<b>Ativos de reserva</b>	<b>-42,9</b>	<b>-38,0</b>	<b>23,0</b>	<b>27,8</b>

\*\* previsão anterior feita em mai/20 e atual em jun/20. Fontes: BCB; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.  
Elaboração: IBRE/FGV

*Lívio Ribeiro*

## 8. Panorama Internacional

### O descolamento entre a economia real e os mercados financeiros

A economia americana atrai permanentemente a atenção dos analistas econômicos. Obviamente, isso tem a ver com o peso dos Estados Unidos na economia global e com o fato de o seu mercado financeiro constituir o grande centro financeiro mundial.

Dentre os diversos efeitos importantes provocados pela crise do coronavírus, destaque-se aqui a grande piora das condições financeiras de modo geral. Tal piora ocorreu logo que se percebeu, e foi anunciado pela Organização Mundial da Saúde, que a crise do novo coronavírus estava

longe de constituir um problema local, circunscrito a poucas regiões, representando, na verdade, uma encrespa de escala mundial.

Essa piora das condições financeiras mostrou-se especialmente relevante no caso americano, na medida em que contribuiu para acentuar efeitos semelhantes experimentados em outros mercados financeiros.

Como se sabe, de modo geral, a resposta dos governantes e dos bancos centrais foi rápida e intensa. Com isso, em pouco tempo, as condições financeiras começaram a se recuperar. O Gráfico 8

ilustra o comportamento do índice de condições financeiras calculado pela Goldman Sachs para os EUA. Como esperado, essa recuperação concorreu para que se verificasse movimento semelhante em outros países.

O quadro econômico global corrente é certamente o pior de que se tem notícia pelo menos desde a Grande Depressão. Quando conhecidos, os números de PIB referentes ao segundo trimestre deste ano poderão ser considerados inéditos. Taxas de contração da atividade econômica de dois dígitos serão o mais comum. Ao mesmo tempo, de certo modo, os mercados financeiros revelam certa exuberância, em especial quando se pensa no comportamento das bolsas. Por conseguinte, há um nítido descolamento entre a economia real, de um lado, e os mercados financeiros, de outro.

A nosso ver, qualquer discussão a respeito da situação atual deve partir das reações de mercado, especialmente do mercado acionário americano, aos estímulos de política monetária adotados nos EUA em resposta à crise de 2008/09. Como se recorda, quando os juros básicos chegaram a zero, o Fed deu início a um amplo programa de compra de ativos, conhecido por QE. Outros bancos centrais acabaram tomando medidas na mesma direção, dando impulso adicional ao processo de ampliação da liquidez mundial.

O Gráfico 9 mostra que, do início de 2009 em diante, o mercado acionário americano ingressou numa trajetória de alta que dura praticamente até hoje. Por certo, o caminho seguido não foi linear, tendo havido duas interrupções importantes. A primeira ocorreu no segundo semestre de 2018, quando muitos temiam que o movimento de alta das taxas de juros, retomado no final de 2015, ganharia força nos trimestres seguintes, prosseguindo em 2019. A segunda foi agora, na crise do novo coronavírus.

**Gráfico 8: Índice de Condições Financeiras (Goldam Sachs) dos EUA**



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV



Neste ponto, a questão relevante parece ser: que fatores concorreram para a alta (praticamente) contínua das bolsas americanas, com reflexos importantes sobre o comportamento das bolsas em vários outros países?

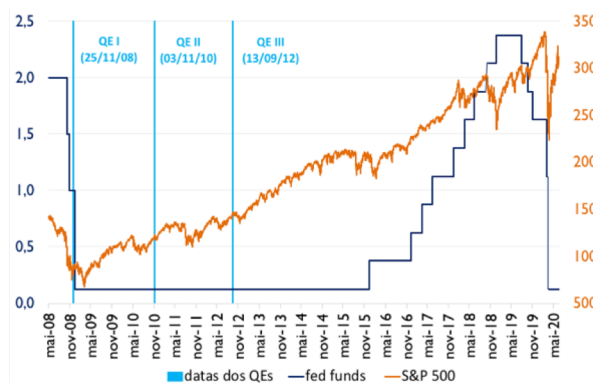
Juros básicos praticamente nulos certamente constituíram o impulso inicial. É aqui que entra a ideia conhecida no exterior como TINA, ou seja, “there is no alternative”. O mercado corre para as bolsas por falta de opção. Em segundo lugar, com juros de mercado muito baixos, certo ou errado, participantes de mercado começam a fazer uso desses juros na determinação do *valuation* das empresas. Com a entrada em vigor dos QEs, entra em cena um terceiro fator, que é o sinal dado por essa política de que os juros ficarão baixos por longo tempo.

O curioso em tudo isso é que esse comportamento exuberante das bolsas ocorreu numa época de crescimento econômico modesto, em todo o mundo avançado, e de certa fraqueza de demanda agregada, algo que se refletiu em baixas taxas de inflação. Sendo assim, economia real descolada do comportamento dos mercados financeiros (bolsas em particular) de certo modo já era o quadro prevalecente antes da crise atual.

Agora, com juros novamente em seu patamar mínimo, em alguns lugares negativos, e o grande volume de QE praticado pelos principais bancos centrais, o cenário anteriormente vigente foi remontado. Acresce que, diante da gravidade da situação atual, os bancos centrais não param de sinalizar que têm mais estímulo em estoque, pronto para ser usado. O resultado só pode ser certa exuberância dos mercados financeiros, mesmo na presença de forte contração da atividade econômica.

Pelo menos no mundo avançado, parecem grandes as chances de o descolamento entre a economia real e o comportamento dos mercados financeiros persistir ainda por um bom tempo. Tal cenário parece ameaçado apenas por eventual recrudescimento forte da crise na saúde, caso em que possível aumento acentuado das incertezas acabaria prejudicando o desempenho dos mercados.

**Gráfico 9: Fed Funds Target Rate (%), S&P 500 (índice) e Datas do Começo dos QEs**



Fontes: Fed; Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV

*José Júlio Senna*

## 9. Observatório Político

### A Questão Militar no Pós-Bolsonaro

Para todos aqueles preocupados com a democracia e a defesa nacional, é deprimente verificar que a agenda política brasileira tem sido marcada, nos últimos meses, por um intenso debate em torno da possibilidade de um golpe militar ou de uma extremamente controversa intervenção das Forças Armadas, ao abrigo do Artigo 142 da Carta Magna, nos conflitos entre o Executivo e o Supremo Tribunal Federal. Dados o radicalismo do governo Bolsonaro, suas frequentes afrontas às instituições, seu fracasso no combate à pandemia e a presença massiva de militares no governo, tal debate era inevitável.<sup>6</sup> Tornou-se, inclusive, objeto de especulação pela imprensa internacional no mês de junho. Esta coluna não vai abordar nem as razões pelas quais se chegou a esse ponto nem suas consequências de curto prazo. A seguir, se oferecem algumas reflexões a respeito do que pode acontecer e o que se deve fazer com a questão militar após a passagem de Bolsonaro pelo Palácio do Planalto.

Se Bolsonaro for destituído e substituído pelo Vice-Presidente Hamilton Mourão, general de quatro estrelas da reserva, é de se esperar alguma redução no número de ministros de origem militar, abrindo espaço para que o novo mandatário possa incorporar ao Executivo mais políticos dos partidos conservadores, de modo a aumentar a base de apoio parlamentar ao governo, que certamente enfrentará um começo difícil. Mesmo assim, os militares continuarão com amplo poder político e voltados para questões domésticas.

E se os mandatos de Bolsonaro e Mourão forem cassados pelo Tribunal Superior Eleitoral ou se Bolsonaro for derrotado nas urnas em 2022? O que deve um presidente de origem civil fazer com a questão militar?

Uma primeira sugestão já foi dada pelo historiador José Murilo de Carvalho: eliminar cinco palavras – “à garantia dos poderes constitucionais” – do Artigo 142 da Constituição, em que se lê que as Forças Armadas “são instituições nacionais permanentes e regulares, organizadas com base na hierarquia e na disciplina, sob a autoridade suprema do presidente da República, e destinam-se à defesa da Pátria, à garantia dos poderes constitucionais e, por iniciativa de qualquer destes, da lei e da ordem”. A remoção daquelas cinco palavras acabaria com divergências sobre a interpretação do papel constitucional das Forças Armadas.<sup>7</sup> Como esse passo exigiria uma emenda constitucional, seu êxito dependeria do ânimo dos setores mais à direita do Congresso, historicamente sempre tolerantes com a participação dos militares na política.

<sup>6</sup> Os últimos dados sistemáticos sobre os militares no Executivo Federal se encontram em Leonardo Cavalcanti, “Militares da ativa ocupam 2.930 cargos nos Três Poderes”, *Poder 360*, 17/06/2020, disponível em <https://www.poder360.com.br/governo/militares-da-ativa-ocupam-2-930-cargos-nos-tres-poderes/>.

<sup>7</sup> Ver Ancelmo Gois, “A sugestão sobre como encerrar a divergência do papel constitucional das Forças Armadas”, *O Globo*, 09/06/2020, disponível em <https://blogs.oglobo.globo.com/ancelmo/post/sugestao-sobre-como-encerrar-divergencia-do-papel-constitucional-das-forcas-armadas.html>.

Há outras três possibilidades de mais rápida e fácil implementação, todas tendo como norte a retirada dos militares da arena política e o reforço da orientação das Forças Armadas para atividades relacionadas à defesa nacional.

Na Estratégia Nacional de Defesa, publicação oficial do Ministério da Defesa de 2008, havia a seguinte promessa: “O Ministério da Defesa realizará estudos sobre a criação de quadro de especialistas civis em Defesa, em complementação às carreiras existentes na administração civil e militar, de forma a constituir-se numa força de trabalho capaz de atuar na gestão de políticas públicas de defesa, em programas e projetos da área de defesa, bem como na interação com órgãos governamentais e a sociedade, integrando os pontos de vista político e técnico”.<sup>8</sup>

Passados doze anos, o país dos concursos públicos ainda não conseguiu realizar o concurso para o quadro de especialistas civis em Defesa. Estima-se que seriam necessárias aproximadamente 100 vagas para a criação do quadro. Não é por falta de recursos que não foi criado. Também não faltam excelentes candidatos para as vagas. Afinal, o Brasil produz, anualmente, centenas de doutores em administração pública, ciência política, direito, economia, história e relações internacionais que poderiam concorrer aos postos de especialista civil em Defesa. Assim, com um simples decreto, um novo presidente de origem civil poderia mandar realizar aquele concurso. No longo prazo, os especialistas civis permitiriam democratizar as relações civis-militares em seu ponto nevrálgico, o Ministério da Defesa.

Haverá certamente muita resistência ao quadro de especialistas civis por parte das Forças Armadas, uma vez que o Ministério da Defesa deixará de ser quase que completamente mobiliado por oficiais da Marinha, Exército e Força Aérea, tal qual se verifica hoje.

Para aplacar a referida resistência, aqui vai a terceira sugestão: um novo presidente de origem civil não deverá contingenciar o orçamento de investimento da Defesa, de modo que as Forças Armadas possam ter a garantia de que conseguirão concluir seus principais projetos dentro dos prazos planejados (aquisição de caças pela FAB – Projeto FX-2; programas de desenvolvimento de submarinos e o programa nuclear da Marinha – Pro-sub e PNM; despesas com a aquisição de cargueiros táticos de 10 a 20 toneladas e o programa de desenvolvimento de cargueiro tático de 10 a 20 toneladas – Projetos KC e KC-X; despesas com o programa de implantação do sistema de defesa estratégico – Astros 2020; despesa com a aquisição de blindados Guarani pelo Exército; e as despesas referentes à implantação do Sistema Integrado de Monitoramento de Fronteiras – Sisfron).

Será uma conta salgada, sobretudo para um país que estará em profunda crise econômica e social, mas pagá-la é condição necessária para que a Forças Armadas possam se concentrar em suas funções precípuas. Um futuro presidente de origem civil deverá ter vontade e capacidade

<sup>8</sup> Ver Brasil – Ministério da Defesa, *Estratégia Nacional de Defesa*, 2008, p. 50.

de cortar gastos orçamentários destinados a atividades rentistas para financiar os investimentos em Defesa e não cortar gastos sociais, como tem feito o governo Bolsonaro.<sup>9</sup>

A última sugestão é prestar atenção a uma recente afirmação de Raul Jungmann, ex-ministro da Defesa: “Ao poder político cabe definir a Política Nacional e a Estratégia Nacional de Defesa, os objetivos, estrutura e meios das nossas Forças Armadas. Mas ele, o poder político, não o faz, se aliena. A Política e Estratégia vigentes, elaboradas em 2016 quando era Ministro da Defesa, foram votadas na Câmara e no Senado sem audiências públicas, sem emendas, debates e por voto simbólico”.<sup>10</sup> Do ponto de vista prático, isso significa que, assim que um novo presidente de origem civil chegar ao Palácio do Planalto, os líderes do Congresso deverão iniciar uma vigorosa discussão sobre a Política Nacional e a Estratégia Nacional de Defesa, de modo a imprimir plena chancela parlamentar ao emprego das Forças Armadas em atividades intimamente relacionadas à defesa nacional.

Finalmente, cumpre fazer um alerta: é absolutamente vital que as lideranças democráticas do país comecem a pensar seriamente sobre a questão militar no pós-Bolsonaro, sob pena de termos que conviver com os fantasmas do pretorianismo por um longo tempo. É ingenuidade ou desconhecimento da história achar que o encerramento dos mandatos de Bolsonaro e Mourão resolverá o problema.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

## 10. Em Foco IBRE: Condições financeiras na pandemia

Vivemos uma crise sem precedentes, tanto em termos sociais quanto econômicos. As consequências são dramáticas: mais de 8,5 milhões de casos de Covid-19 foram confirmados ao redor do mundo, levando a mais de 450 mil mortes. Simultaneamente, as economias rumam para uma das recessões mais intensas da história, gerando enorme aumento da pobreza. Poucas vezes no passado houve um nível tão alto de incerteza acompanhado de quedas tão rápidas e intensas da atividade, de expressiva perda de empregos e de abrupta piora das condições financeiras.

A crise atual não teve origem no setor financeiro. Ela nasceu no setor real da economia, em decorrência das medidas de distanciamento social necessárias para conter o avanço da doença, e atingiu o setor financeiro posteriormente. Desse modo, os mercados financeiros foram muito menos atingidos no período recente do que na crise de 2008. Na recessão atual, o Ibovespa se contraiu em 47% entre o pico, registrado em 23 de janeiro, e o vale, em 23 de março. No evento de 2008, a queda do índice chegou a 60% entre 20 de maio de 2008 e 27 de outubro do mesmo ano.

<sup>9</sup> Ver “Governo de Bolsonaro dá a primazia aos militares”, *Valor Econômico*, 06/02/2020, disponível em <https://valor.globo.com/opiniao/noticia/2020/02/06/governo-de-bolsonaro-da-a-primazia-aos-militares.ghml>.

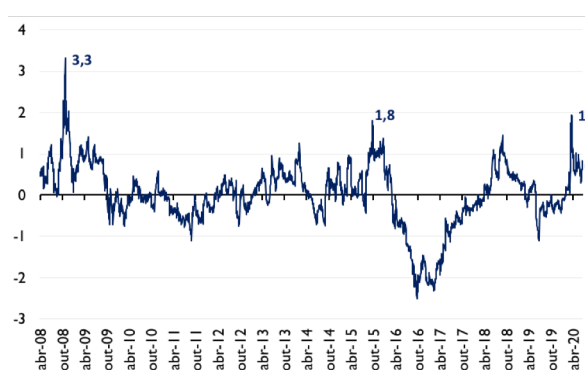
<sup>10</sup> Ver Raul Jungmann, “A responsabilidade que nos cabe”, *Capital Político*, 05/06/2020, disponível em <https://capitalpolitico.com/a-responsabilidade-que-nos-cabe/>.

Esse cenário também pode ser evidenciado a partir do Índice de Condições Financeiras (ICF) FGV/IBRE, exibido no Gráfico 10. Valores positivos do indicador sinalizam condições financeiras apertadas em relação à média histórica, enquanto valores negativos indicam condições financeiras frouxas. De fato, o ápice da série ocorreu durante a crise financeira internacional de 2008, quando o ICF atingiu 3,3 pontos acima da média histórica. Na segunda metade de março deste ano, vivemos o segundo momento de maior aperto das condições financeiras no Brasil.

Um olhar mais atento para a trajetória do indicador ao longo deste ano evidencia grande volatilidade, reflexo direto dos níveis gigantescos de incerteza que caracterizam o período atual. As condições financeiras nacionais permaneceram em patamar de afrouxamento durante todo o segundo semestre de 2019 e se mantiveram assim até a penúltima semana de janeiro. Quando os primeiros casos de COVID-19 foram confirmados fora da China continental, o cenário começou a virar, como pode ser mais bem visualizado no Gráfico 11, que exibe a trajetória do ICF ao longo deste ano.

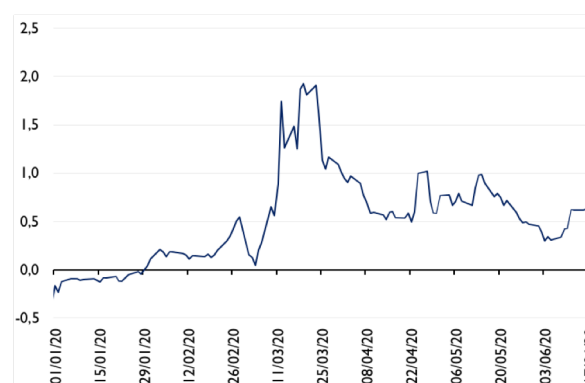
Durante fevereiro, o número de países com casos confirmados da doença aumentou de forma considerável, e dentre eles estava o Brasil, cujo primeiro caso foi confirmado em 26 de fevereiro, levando o ICF ao nível mais desfavorável dos últimos 14 meses até então. Em março, a velocidade com que o vírus se espalhava era incomparavelmente maior do que a capacidade de se produzirem indicadores de seus impactos sobre a economia. De acordo com o Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br), o nível de incerteza em março era 22% maior do que em setembro de 2015, quando o Brasil perdeu o grau de investimento na classificação de crédito da Standard & Poor's (S&P), o pico da série até então.

**Gráfico 10: Índice de Condições Financeiras FGV IBRE**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV

**Gráfico 11: Índice de Condições Financeiras FGV IBRE ao Longo de 2020**



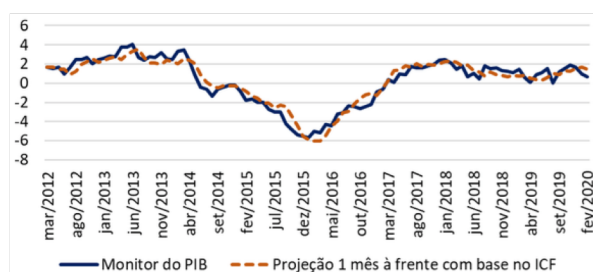
Fonte e elaboração: IBRE/FGV

A partir da última semana de março, o ICF seguiu em tendência favorável diante da sequência de anúncios de programas de estímulo no Brasil e no mundo, desde programas de apoio do governo até injeções de liquidez por parte dos bancos centrais. Contudo, essa tendência favorável foi interrompida a partir do dia 24 de abril, por conta da turbulência gerada no cenário político brasileiro com o anúncio da demissão do então ministro da Justiça e Segurança Pública, Sergio Moro.

As condições financeiras só retomaram a tendência de melhora a partir de 22 de maio, quando um movimento intenso de buscas por investimentos mais arriscados nos mercados globais permitiu uma valorização dos ativos brasileiros, aliviando as condições financeiras no Brasil. O contexto global de reabertura econômica e sinais de melhora do quadro econômico apontados por índices de confiança (PMIs), além de dados positivos no mercado de trabalho norte-americano, impulsionaram esses resultados. No entanto, o aumento das evidências de que uma segunda onda do coronavírus já se fazia presente na China e nos Estados Unidos, justamente quando a atividade econômica começava a dar sinais de melhora, pressionou os mercados na última semana, o que nos levou ao último ponto dos gráficos (no dia 15 de junho), quando o ICF fechou em 0,7 ponto.

O índice de condições financeiras é, por definição, um poderoso predictor do PIB, visto que é formado por retornos de ativos financeiros com capacidade de prever a atividade econômica futura, além da previsibilidade contida no presente e passado da própria atividade econômica. O Gráfico 12 compara os resultados fora da amostra de um simples modelo linear de previsão do PIB em frequência mensal – representado pelo Monitor do PIB FGV/IBRE – em que as únicas variáveis explicativas são o ICF e defasagens do próprio Monitor do PIB. Nota-se que, de 2012 até fevereiro deste ano, não houve grande descolamento entre as previsões baseadas no ICF e os resultados oficiais.

**Gráfico 12: Monitor do PIB X Projeção**  
(Taxa Trimestral, %)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV

Entretanto, esses resultados devem apresentar descolamentos muito maiores que o habitual ao longo do segundo trimestre, visto que o tamanho da deterioração econômica nesta recessão tem sido excepcionalmente maior que a financeira. Ademais, a rápida e intensa melhora das condições financeiras no Brasil e no mundo se baseia na crença de que há uma pujante recuperação a caminho. Não corroboramos essa hipótese, sobretudo no caso do Brasil.

Estamos ainda na fase aguda da pandemia, nossa curva de crescimento de novos casos ainda não foi achatada, contudo o processo de flexibilização da quarentena já foi iniciado, o que

aumenta a probabilidade de novas ondas de contágio ainda mais intensas. Isso, por sua vez, inevitavelmente nos levaria a implementar períodos mais extensos de restrição da circulação de pessoas. Uma piora mais aguda do que o previsto na atividade econômica prejudica as variáveis fiscais e potencializa os riscos de insolvência da dívida pública. As incertezas são muitas. Não podemos, portanto, descartar os riscos de um cenário econômico recessivo mais intenso e prolongado.

***Luana Miranda***

**Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas**



## Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

### Pesquisadores

Bráulio Borges

Daniel Duque

Fernando Augusto Adeodato Veloso

José Júlio Senna

Juliana Damasceno

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luana Miranda

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Tiago Martins

Vilma Pinto

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

### Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Daniel Duque, José Júlio Senna, Juliana Damasceno, Luana Miranda, Lia Valls Pereira, Lívio Ribeiro, Samuel Pessoa e Vilma Pinto

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr. e André Braz

### Advertência

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 19 de junho de 2020. 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.