



BOLETIM MACRO

Julho de 2020



Recuperação em curso, mas gradual e com muitas dúvidas e riscos

Na maioria dos países, o pior da crise de saúde pública e na economia parece ter ficado para trás. Em que pesem alguns focos localizados, como no Sul dos EUA, o número de novos casos parou de crescer e o de mortes vem caindo, conforme melhoram os protocolos hospitalares e se identificam novos tratamentos contra a Covid-19. Há também boas notícias quanto à busca de uma vacina, ainda que essa não deva estar disponível em larga escala este ano, mesmo no melhor dos cenários.

A reabertura parcial de vários negócios e a força dos estímulos fiscais e monetários adiados nas principais economias têm permitido alguma recuperação na atividade econômica, que, em nível global, voltou a surpreender positivamente ao longo das últimas semanas. Depois de maio e junho já terem mostrado recuperações parciais da forte queda do trimestre fevereiro-março-abril, a tendência é que a retomada ganhe força neste trimestre.

No entanto, muitas dúvidas persistem, especialmente sobre como as coisas vão se desenrolar no resto deste ano e no próximo. Em relação à pandemia, há sempre o risco de uma segunda onda. Assim, mesmo que em sua grande maioria as nações desenvolvidas tenham chegado ao que parece ser o estágio final do ciclo epidêmico, alguns países e alguns estados americanos ainda enfrentam uma batalha para conter o vírus, no que parece ter sido uma normalização prematura da economia.

Nos EUA, em particular, há muita incerteza sobre a manutenção do ritmo de recuperação da economia nos próximos meses devido a esse aumento expressivo de casos de Covid-19 em alguns estados, com reflexos na taxa de hospitalização e no número de mortes. No dia 17 de julho, o país registrou número recorde de novos casos diários, de quase 75 mil, de acordo com levantamento do *Worldometers*. Além disso, Texas, Flórida e mais oito estados registraram igualmente número recorde de mortes. De fato, após o país atingir um pico inicial de contaminação, nunca se conseguiu reduzir o número de casos diários abaixo de um platô de 20 mil. Consequentemente, novas medidas de distanciamento social têm sido impostas em algumas regiões do país.

Para a economia, porém, tem preocupado mais o fim próximo de uma série de programas de estímulo fiscal, que são difíceis de estender, tendo em vista a necessidade de reduzir os elevados déficits públicos, que serão uma das marcas deste ano em quase toda a parte. Esse é o caso, por exemplo, do auxílio do governo americano a desempregados, que em princípio se encerrará ao final deste mês e para o qual, por ora, não há perspectiva de prorrogação.

Há muita dúvida também se a demanda privada conseguirá se recuperar a tempo, e em magnitude suficiente, para compensar o impulso fiscal negativo que virá do encerramento desses vários programas de estímulo, especialmente com um mercado de trabalho que deve se recuperar lentamente. Assim, apesar da melhora observada nas estatísticas do mercado de

trabalho nos EUA, por exemplo, o dado semanal de renovação de pedidos de auxílio desemprego registrou mais de 17 milhões de solicitações na semana encerrada em 4 de julho, um patamar ainda muito elevado.

A boa notícia é que, em algumas outras economias, o quadro sanitário e econômico evoluiu melhor que nos EUA. Na Europa, o processo de abertura da economia continua, à medida que o contágio segue controlado. Apesar de alguns surtos em distritos da Alemanha, as medidas de controle têm sido muito eficazes, e, com isso, a recuperação econômica segue em curso.

Na China, como esperado, o PIB voltou a crescer, após a contração histórica observada no primeiro trimestre, pois foi o primeiro país que conseguiu controlar a pandemia. Os dados mostram que a China cresceu no primeiro semestre 1,6%, na comparação com o mesmo período do ano anterior. A recuperação não foi, porém, homogênea em todos os setores, com destaque positivo para a indústria de transformação e construção. Já no setor de serviços, o desempenho tem sido desigual, com os subsetores de tecnologia de informação e intermediação financeira crescendo fortemente, enquanto no comércio, no transporte e nos serviços prestados às famílias o nível de atividade está longe de recuperar as perdas sofridas com a pandemia (Ver Seção em Foco, “O Farol Imperfeito”).

E há outras fontes de incerteza no ar, além das relacionadas à evolução da pandemia e à redução dos estímulos fiscais. Destacam-se, entre essas, o rumo das tensões entre EUA e China e o resultado das eleições americanas.

Diante deste quadro, o que podemos pensar para o Brasil? Há riscos de ocorrer no país uma segunda onda, como nos EUA? Em especial, à medida que há uma retomada das atividades, com a reabertura das escolas, dos shoppings etc., qual é o risco de uma nova onda de contaminação? E o quanto a abertura da economia vai melhorar o desempenho da atividade, em um quadro em que a pandemia ainda está presente? E, mesmo controlando a pandemia, mas ainda com restrições para evitar aglomerações, quando o setor de serviços voltará ao patamar pré-crise? Finalmente, após a retirada dos benefícios governamentais, como se comportará o consumo das famílias?

Há diferentes lições que podemos extrair da experiência internacional. A primeira é que, após o forte recuo da atividade econômica observado em março e abril, e da recuperação parcial de maio e junho, a tendência é que haja nova melhora no terceiro trimestre, com a normalização parcial dos negócios. Também se conclui que deve haver uma assimetria entre os setores quanto ao ritmo de recuperação, com os desafios colocados para os serviços, que são mais dependentes de maior interação social. Os serviços continuam como a atividade mais retraída e não devem voltar ao patamar pré-crise tão cedo. Por fim, há a mesma dúvida que lá fora sobre o impacto na atividade do fim dos estímulos fiscais, em especial do Auxílio Emergencial.

É esse o quadro que as projeções do IBRE contemplam. Os dados preliminares de junho e julho indicam que a economia segue se recuperando, após registrar expressivo recuo em abril e uma modesta recuperação em maio. Projetamos que, após cair 15,5% no acumulado de março e abril, e subir apenas 1,3% em maio — em linha com a previsão do IBRE, mas bem abaixo das expectativas do mercado —, o IBC-Br cresça 6,9% em junho. Com isso, esse indicador deve ter fechado o trimestre recuperando apenas metade das perdas sofridas no período mais agudo da pandemia. Com base nessas informações, revisamos a queda projetada do PIB do segundo trimestre, em relação ao primeiro, de 9,8% para 9,0%. Essa é a maior queda da nossa história documentada, segundo estimativas do PIB trimestral do Brasil desde 1980, desenvolvidas pela equipe do Monitor do PIB do IBRE.

Com base nas sondagens empresariais e do consumidor do IBRE para julho, e também considerando a extensão do Auxílio Emergencial em julho e agosto, revisamos a alta do PIB do terceiro trimestre de 4,6% para 5,6% (TsT). Para o ano como um todo, revisamos a previsão de variação do PIB para -5,5%, contra -6,4% anteriormente. A partir do quarto trimestre, esperamos uma recuperação bem mais gradual, devido ao fim do auxílio emergencial, apenas parcialmente compensado pela lenta retomada da renda do trabalho (Ver seção do Mercado de Trabalho).

O investimento deve ter um desempenho muito ruim este ano, com recuo estimado de quase 24% no segundo trimestre (TsT). Sua recuperação no segundo semestre, por sua vez, será contida pela elevada incerteza. A prévia do Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br) do FGV IBRE devolveu apenas 46% da alta de 95,4 pontos observada no bimestre março-abril. E os estudos mostram que, em contexto de alta incerteza, os agentes econômicos ficam menos sensíveis a estímulos externos, como quedas na taxa de juros, sendo o investimento o componente mais prejudicado.¹ Além disso, o câmbio relativamente desvalorizado que tem prevalecido este ano onera as importações de máquinas e equipamentos, também desestimulando o investimento. Nesse contexto, esperamos queda do investimento de mais de 14% em 2020.

E, por fim, uma preocupação adicional é com a sustentabilidade fiscal após a pandemia. Revisamos para cima nossas estimativas de déficit primário e de dívida bruta para este ano, devido à extensão do Auxílio Emergencial e à menor receita fiscal, causada pela postergação no pagamento de tributos. Agora, esperamos para 2020 déficit primário de 12,4% do PIB e uma dívida bruta terminando o ano em quase 95% do PIB.

Para 2021, o desafio fiscal é imenso. A retomada gradual da economia manterá o mercado de trabalho no próximo ano em situação muito ruim e vai conter a recuperação da arrecadação tributária. Além disso, é esperado um aumento de gastos sociais, como com o programa Renda

¹ Ver Barboza, Ricardo (2017). “Os Efeitos da Incerteza sobre Atividade e Política Monetária no Brasil”. Dissertação de Mestrado PUC-Rio

Brasil. A ampliação dos gastos sociais e o financiamento desse programa ainda estão em discussão. Se a questão do financiamento dos gastos públicos não for bem equacionada, a piora das contas públicas vai travar ainda mais a retomada da economia e dificultar a manutenção da taxa de juros próxima às mínimas históricas.

Com essas preocupações em mente, pode-se resumir os destaques desta edição do Boletim Macro IBRE com os seguintes pontos:

1. Na seção sobre atividade econômica, destaca-se que a recuperação da atividade econômica, após o fundo do poço registrado em abril, vem surpreendendo positivamente a maior parte dos analistas que, aos poucos, vão abandonando os cenários mais pessimistas construídos no início da crise. Contudo, é importante atentar que o ritmo da retomada varia muito entre os setores. Tudo indica uma recuperação baseada no consumo de bens, em detrimento daquele de serviços. Os resultados recentemente divulgados, em conjunto com as expectativas para junho, corroboram um cenário um pouco melhor que o esperado anteriormente para o PIB do segundo trimestre. Projetamos retração de 10,8% na comparação interanual e de 9,0% na margem (ante estimativa prévia de -11,5% AsA e -9,8% TsT). Para o ano de 2020, nosso cenário foi revisto de queda de 6,4% para recuo de 5,5%. [\(Seção 1\)](#)
2. Na seção sobre confiança, mostramos que, após atingir mínimos históricos em abril, os indicadores de confiança vêm se recuperando. Ao todo, a alta da confiança no trimestre maio-junho-julho – nesse último mês considerando a prévia – já permitiu reverter, respectivamente, 78% e 60% das perdas sofridas pela confiança das empresas e dos consumidores. Pelo lado das empresas, fica a dúvida se o salto na confiança da indústria, embora reproduza um padrão também observado em outros países, não vá ser futuramente revertido, face às incertezas quanto à trajetória de retomada da economia. Olhando à frente, a velocidade de recuperação vai cada vez mais depender do consumidor. E, apesar de a massa de rendimentos ampliada se mostrar resiliente após o aporte de recursos emergenciais pelo governo, o consumidor ainda não se sente confortável para sair gastando, seja em função do acúmulo de dívidas ou da incerteza quanto ao cenário futuro da pandemia e da economia. [\(Seção 2\)](#)
3. Na seção sobre mercado de trabalho, mostramos que dados recentes da PNAD Contínua revelam nova queda da população ocupada (PO) e da força de trabalho (FT). Como em maio a PO caiu em mais que a FT, a taxa de desocupação fechou o mês em 12,9%. Para junho, espera-se que chegue a 13,0%, o que representa, na série com ajuste sazonal, alta de 0,3 ponto percentual. Com a divulgação desses novos dados, além de evidências preliminares de que a queda da jornada média de trabalho deve suavizar o impacto da crise econômica sobre a PO, o Ibre-FGV revisou suas projeções. Agora, projeta-se queda de 4,6% da PO em 2020, o que, com o recuo esperado de 3,0% da FT, fará com que a taxa de desocupação feche na média do ano em 13,3%. A renda do trabalho, por outro lado, tem mostrado comportamento contracíclico, com elevadas altas no rendimento habitual e estabilidade no efetivo. O Caged, finalmente, apresentou queda menor do que a esperada em maio, fechando 330 mil postos de trabalho

formais, frente aos 760 mil projetados. Esse resultado se explica principalmente pelo relevante recuo no número de desligamentos, menor do que a própria média de maio nos últimos dois anos. Para junho, projeta-se nova queda no número de empregos formais, agora de 220 mil. [\(Seção 3\)](#)

4. Com relação à inflação, nosso analista argumenta que, com a elevação dos preços de vários componentes do IPCA, passou a ser relevante avaliar quais fatores contribuíram para a multiplicação dos canais de transmissão inflacionária. Em especial, ele avalia se alguns itens do IPCA registraram aumento de preço que pudesse ser justificado por aquecimento da demanda. Contata-se, inicialmente, que preços administrados e efeitos sazonais contribuíram para a aceleração da taxa do índice oficial. Como fonte de pressão inflacionária, também não se pode descartar o efeito da desvalorização cambial. Antes mais evidente nos preços das matérias-primas, ainda no âmbito do produtor, a depreciação passou a influenciar de forma mais destacada os preços ao consumidor, sobretudo dos eletroeletrônicos. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, nosso analista chama a atenção para a simultaneidade de dois fatores econômicos atuais. De um lado, a inflação baixa. De outro, o notório desinteresse dos capitais internacionais por aplicações financeiras no país. Esse conjunto de circunstâncias traz uma preocupação extra para o BC, devido à redobrada relevância da equação de paridade dos juros internacionais. Quanto mais estreito o diferencial entre juros domésticos e externos, mais vulnerável a uma crise de câmbio fica o país, em especial diante de fluxos negativos de capitais. Eventual exagero na redução dos juros básicos domésticos pode ser sempre corrigido mediante novo ciclo de alta, mas o custo de fazer isso pode ser elevado. Melhor prevenir do que remediar. Nosso analista acredita que o ciclo de baixa da Selic já deveria ter sido interrompido. E entende que, tendo essa opção ficado para trás, seria melhor manter a taxa em 2,25%, em vez de reduzi-la ainda mais. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção fiscal, a divulgação da inflação de 2,13% para os 12 meses encerrados em junho deste ano aponta um teto mais apertado para os gastos da União, que podem alcançar no máximo R\$ 1,486 trilhão em 2021. Esse valor representa uma margem adicional para as despesas do governo federal de apenas R\$ 31 bilhões, comparado ao teto em vigor em 2020. Na PLDO de 2021, enviada em abril, no entanto, o governo estimava expansão de R\$ 47 bilhões, com base em um IPCA maior que o observado, de 3,23%. Com a inflação mais baixa e uma margem para aumento dos gastos aquém da esperada, o necessário corte de despesas discricionárias vai aproximar a máquina pública do *shutdown*. Somam-se a tais dificuldades as incertezas quanto à continuidade, para além de 2020, do socorro financeiro à população e às empresas, decorrente do enfrentamento da pandemia da Covid-19. Discussões sobre o rompimento do teto ganharam força nas últimas semanas, inclusive na Câmara, deixando de lado a ideia de que esse seria politicamente intocável e abrindo espaço para alguma flexibilização. Independente da saída escolhida pelo governo, soluções profundas, que

permitam ao teto uma sobrevivência menos instável, precisam estar no centro das discussões, sob risco de perdermos uma âncora fiscal sem precedentes no Brasil. [\(Seção 6\)](#)

7. Com relação ao setor externo, analisamos como, apesar do cenário de recessão mundial, as exportações brasileiras cresceram em volume 13,1% na comparação interanual de junho de 2019 e 2020. Esse aumento é explicado pelas exportações de *commodities*, que registram, nessa mesma base de comparação, variação positiva de 33,9%. A contribuição das exportações para o PIB brasileiro requer, entretanto, a exclusão das plataformas de petróleo no cálculo dos índices de volume. Com as plataformas, as exportações aumentaram 0,1% e as importações 1,0% em relação ao primeiro semestre de 2019, uma contribuição negativa para o PIB. No entanto, quando são excluídas as plataformas, as exportações aumentam em 1,3% e as importações recuam em 3,2%, com contribuição positiva para o PIB. Os resultados do primeiro semestre consolidam a importância das exportações de produtos agropecuários para a China e a queda no componente importado na taxa de investimento. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, discutimos como a trajetória de recuperação que vem sendo observada pela China diverge dos cenários que se tem atualmente para o Brasil e os EUA. Na terceira semana de julho, soubemos que a China cresceu, no segundo trimestre, 3,2% ante o segundo trimestre de 2019. Para termos uma ideia de quão forte foi a retomada em 'V' da China, basta ver que o PIB do país rodou no segundo trimestre pouco acima do nível observado no quarto trimestre de 2019. No ano, deve apresentar crescimento, ainda que modesto para os padrões do país. Para o Brasil, o Ibre prevê queda de 5,5% no PIB em 2020. Após cair 1,5% no primeiro trimestre ante o quarto trimestre de 2019, deverá recuar 9,0% no segundo, ante o primeiro. O cenário para a economia norte-americana não é muito diferente. Segundo a média das previsões da Bloomberg, deve cair 5,6% em 2020, com recuos trimestrais bem próximos dos brasileiros. Como explicar essa divergência entre China, de um lado, e Brasil e EUA de outro? Aparentemente, o fortíssimo peso dos serviços e as quarentenas relativamente ineficientes no Brasil e nos EUA levaram a esses caminhos paralelos entre os dois países. A trajetória da China é muito melhor. [\(Seção 8\)](#)

9. E por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Lívio Ribeiro, o tema é o detalhamento da recuperação chinesa e as razões pelas quais ela é um "Farol Imperfeito". [\(Seção 9\)](#)

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Fundo do poço no segundo trimestre deve ser menos profundo que o esperado

A recuperação da atividade econômica após o fundo do poço registrado em abril vem surpreendendo positivamente a maior parte dos analistas que, aos poucos, vão se desfazendo dos cenários mais pessimistas construídos no início da crise. Contudo, é importante atentar que a recuperação acontece de forma muito heterogênea entre os setores. Por um lado, indústria de transformação e comércio varejista ampliado superaram as expectativas de crescimento em maio na comparação com abril, registrando altas de 12,1% e 19,6%, respectivamente. Por outro lado, os serviços exibiram nova queda na margem, isto é, a atividade dos serviços em maio foi 0,9% pior que em abril, segundo os dados da PMS. Tudo indica uma recuperação baseada no consumo de bens em detrimento do consumo de serviços.

Esse forte descasamento entre os setores

levou a estimativas muito otimistas para o desempenho da atividade econômica. A mediana das expectativas para o IBC-Br concentrava-se em queda interanual de 11,7% em maio, enquanto o dado oficialmente divulgado pelo Banco Central foi de recuo de 14,2%, em linha com as expectativas do IBRE. Agora, mais do que nunca, é fundamental acompanhar cuidadosamente as dissonâncias setoriais, visto que os serviços, setor mais afetado pela crise e cuja recuperação tem sido excessivamente lenta, respondem por mais de 70% do valor adicionado da economia.

Esses resultados, em conjunto com as expectativas para junho, corroboram um cenário um pouco melhor que o esperado anteriormente para o PIB do segundo trimestre. Projetamos retração de 10,8% na comparação interanual e de 9,0% na margem (ante estimativa prévia de -11,5% AsA e -9,8% TsT). Para o ano de 2020, nosso cenário foi revisto de queda de 6,4% para recuo de 5,5%, como mostra a Tabela 1.

Os dados relativos ao consumo de bens, em conjunto com um cenário relativamente mais favorável no mercado de trabalho e a extensão do auxílio emergencial, contribuíram para projeções melhores no segundo e terceiro trimestres. Apesar da avaliação mais positiva no

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2020.I (TsT)	2020.I (AsA)	2020
Consumo das Famílias	-10,0%	-10,9%	-7,1%
Consumo do Governo	0,1%	0,5%	0,4%
Investimento	-23,9%	-22,6%	-14,3%
Exportação	2,3%	1,4%	-2,4%
Importação	-5,7%	-6,2%	-14,9%
PIB	-9,0%	-10,8%	-5,5%
Agropecuária	0,7%	1,6%	2,0%
Indústria	-13,7%	-15,1%	-7,9%
Extrativa	-4,4%	2,0%	0,2%
Transformação	-19,8%	-22,2%	-11,2%
Construção Civil	-8,7%	-14,1%	-9,1%
Eletricidade e	-5,0%	-6,2%	-2,6%
Outros	-5,0%	-6,2%	-2,6%
Serviços	-8,2%	-8,9%	-4,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

curto prazo, ainda esperamos uma recuperação lenta ao longo do próximo ano. Projetamos crescimento de apenas 2,4% em 2021, isto é, não recuperaremos nem metade do que foi perdido este ano. De 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. Tanto a indústria quanto os serviços devem se retrair na margem, refletindo os intensos efeitos da crise. Em relação aos serviços, 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. A PMS retratou um cenário dramático para os serviços prestados às famílias em abril e maio: foram duas quedas interanuais consecutivas de mais de 60%, levando o indicador ao menor nível da série histórica.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve se retrair em 10% TsT (-10,9% AsA) no segundo trimestre, e recuar 7,1% no ano. Ou seja, mesmo com os expressivos auxílios prestados pelo governo que sustentam a massa ampliada de rendimentos, a forte queda do consumo das famílias deve ser explicada, em grande parte, pela redução do consumo de serviços. Dados do Monitor do PIB FGV/IBRE apontam queda de 10,1% do consumo das famílias no trimestre móvel findo em maio, em comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. O consumo de serviços explicou praticamente metade dessa retração. 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 23,9% TsT (22,6% AsA) no segundo trimestre, e 14,3% no ano. A queda do investimento 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 12,5% em relação ao segundo trimestre do ano passado, mas, ao excluí-las, houve queda de 31,4%. Mesmo com o impulso gerado pelas plataformas importadas, nossas estimativas apontam para o pior desempenho do investimento em pelo menos 25 anos, conforme discutido em artigo recente no Blog do IBRE (<https://blogdoibre.fgv.br/posts/investimento-deve-registrar-o-pior-desempenho-trimestral-em-pelo-menos-25-anos>).

Em 2020, esperamos crescimento de 2,0% da produção agropecuária, queda de 7,9% na indústria, influenciada principalmente pelas retrações na indústria de transformação e na construção civil, e recuo de 4,4% 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 queda real de 5,7% em 2020 caso não houvesse uma política de compensação de renda. Incluindo as transferências (R\$ 223,6 bilhões de auxílio

emergencial para informais e beneficiários do Bolsa Família, R\$ 51,6 bilhões de auxílio antidesemprego para trabalhadores formais e R\$ 36,2 bilhões em saques do FGTS), haverá crescimento real de 2%.

Silvia Matos e Luana Miranda

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Confiança empresarial avança mais rápido que dos consumidores

Após atingir níveis mínimos históricos em abril, a confiança de empresas e consumidores recuperou-se em 78% e 60%, respectivamente, das perdas sofridas. Esse processo ocorreu nos três meses seguintes, considerando a prévia de julho, publicada no dia 16 deste mês. A alta vem ocorrendo de forma mais consistente entre as empresas e nos indicadores de expectativas.

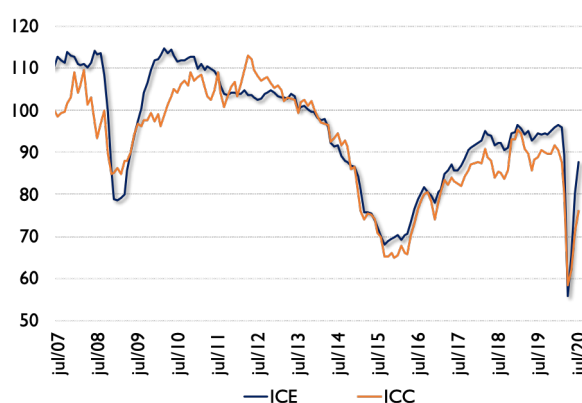
Na prévia de julho, o Índice de Confiança Empresarial (ICE) avançou 7,3 pontos, para 87,7 pontos, com destaque para a aceleração da recuperação da indústria. O Índice de

Confiança do Consumidor (ICC) subiu 4,8 pontos, para 75,9 pontos. Em ambos os casos, o componente de percepção com relação à situação atual continua fraco e as expectativas avançam mais rapidamente, principalmente a empresarial.

Esse resultado poderia até ser classificado como contraintuitivo considerando-se que, na avaliação dos especialistas, os programas emergenciais do governo estariam atingindo mais rapidamente as pessoas físicas, principalmente a população de renda baixa, enquanto as empresas, especialmente as de pequeno porte, enfrentariam dificuldades de acesso às linhas de crédito recentemente criadas.

Com relação aos consumidores, nossa opinião é que, apesar de a massa de rendimentos ampliada se mostrar resiliente após o aporte de recursos emergenciais pelo governo, a população ainda não se sente confortável para sair gastando, seja em função do acúmulo de dívidas ou da incerteza quanto ao cenário futuro da pandemia e da economia. Esse desconforto tem a ver também com a difícil situação do mercado de trabalho. Em todas as faixas de renda, a confiança dos consumidores continua muito inferior à empresarial.

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



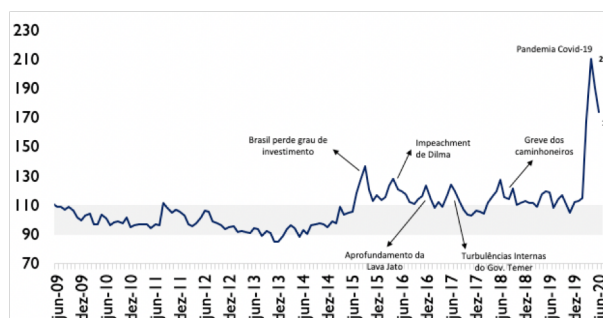
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Exercício realizado estimando diferentes cenários de incerteza associados a um cenário base para as taxas de inflação e de desemprego até o final do ano mostra que, mesmo na hipótese mais otimista, a confiança dos consumidores continuaria baixa, em torno de 1 desvio padrão inferior ao nível neutro de 100 pontos.

Pelo lado das empresas, o salto na confiança industrial da prévia de julho, embora espelhe uma tendência observada em outros países, talvez seja um pouco exagerado face às incertezas quanto à trajetória de retomada da economia, aqui e no exterior. Um dado que ilustra bem a dificuldade de se adotar um cenário de recuperação linear neste momento é o comportamento recente do Barômetro Antecedente regional da FGV/KOF para a região da Ásia, Oceania e África: depois de esboçar uma reação expressiva no mês anterior, o indicador ficou relativamente estável em julho, sob influência da redução do otimismo na China. Em relação às empresas, nota-se, no Brasil, que a melhora da confiança tem sido impulsionada pelas grandes, enquanto as de menor porte enfrentam muitas dificuldades.

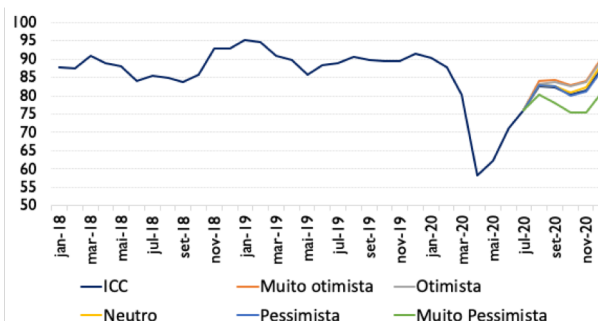
Ainda entre as empresas, além da indústria, chama atenção na prévia de julho a estabilidade da confiança do comércio na margem, setor que havia puxado a alta de confiança empresarial em junho. Mesmo com o comportamento relativamente menos favorável, o setor continua com a confiança superior à dos consumidores, cujo nível e se assemelha mais ao dos Serviços, setor com a menor confiança nas pesquisas empresariais do FGV IBRE na prévia de julho.

Gráfico 2: Indicador de Incerteza Econômica da FGV
(em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 3: Cenários para a Confiança de consumidores em 2020
(com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

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

		<i>Variação no mês (em ponto)</i>	<i>Variação MM3 (em pontos)</i>	<i>IC</i>	<i>ISA</i>	<i>IE</i>	<i>Diferença entre IE e ISA (em pontos)</i>
Indústria	▲	17,3	▲ 12,2	94,9	93,0	96,8	3,8
Serviços	▲	4,9	▲ 8,5	76,6	67,2	86,3	19,1
Comércio	▲	0,8	▲ 8,0	85,2	88,7	82,4	-6,3
Construção	▲	4,3	▲ 5,5	81,4	74,9	88,3	13,4
Empresarial	▲	7,3	▲ 10,7	87,7	79,5	90,4	10,9
Consumidor	▲	4,8	▲ 5,9	75,9	71,3	80,1	8,8

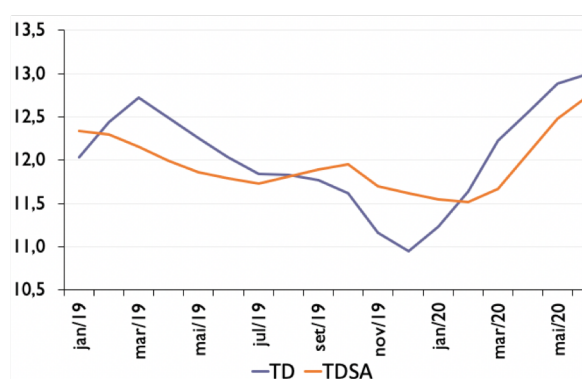
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

Revisão das projeções de mercado de trabalho segue evidências de que redução da jornada de trabalho suaviza o impacto da queda da atividade sobre população ocupada

A taxa de desemprego da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do trimestre terminado em maio de 2020 registrou o nível de 12,9%, crescendo 0,3 ponto percentual (pp) em relação ao trimestre móvel do ano anterior e em relação ao último mês, na série com ajuste sazonal. O indicador veio em linha com o projetado pelo Ibre/FGV e inferior ao esperado pela mediana dos analistas. Para junho, espera-se alta para 13%, o que significará novo aumento de 0,3 pp em relação ao mês anterior na série com ajuste sazonal.

Gráfico 4: Taxa de Desemprego - 2019-20 (%)


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

A taxa de desocupação se eleva para 13,6% quando se usa a PNAD Contínua mensalizada, 1,4 ponto percentual acima do nível de maio de 2019. Isso se deve à população ocupada (PO) apresentando nova queda em relação ao último mês, de forma mais intensa do que a força de

trabalho (FT). Enquanto a primeira variável caiu 1% (820 mil empregos a menos), a segunda caiu 0,65% (620 mil adultos a menos).

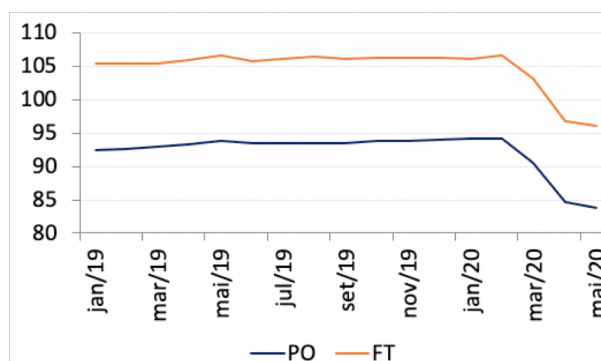
Após a divulgação desses dados, o Ibre-FGV revisou suas projeções de PO, além da taxa de desocupação, para o ano de 2020. Com uma queda esperada da FT na média do ano de 3% em relação a 2019, espera-se que a PO recue 4,6% no ano, de modo que se projeta que a taxa de desocupação, em sua média anual de 2020, fique em 13,3%, 1,4 pp acima da média de 2019.

A revisão para baixo da taxa de desocupação, com queda mais suave da PO, deve-se a avaliações preliminares de que parte relevante da resposta à queda da atividade no mercado de trabalho se dará pela redução das horas trabalhadas através da jornada de trabalho média.

Uma das primeiras evidências de que haveria redução forte da jornada média, que poderia vir a suavizar o impacto econômico sobre o mercado de trabalho, foi captada nos microdados do primeiro trimestre da PNAD Contínua. Apesar de a pandemia ter se iniciado no Brasil apenas na segunda quinzena de março, a PNADC já mostrava, em que pese pequeno aumento da PO e das horas habitualmente trabalhadas, uma forte queda das horas efetivamente trabalhadas.

As horas trabalhadas não são uma variável divulgada mensalmente pelo IBGE, sendo disponibilizadas apenas nos microdados trimestrais, o que dificulta a avaliação da

Gráfico 5: População Ocupada e Força de Trabalho por mês (milhões)



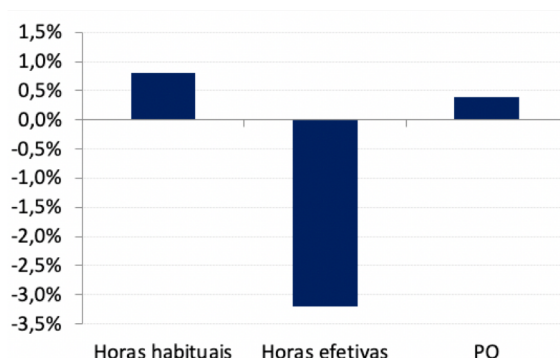
Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela 3: População Ocupada e Força de Trabalho por mês (milhões)

	2019	2020
	Var. a.a.	
PO	2,0%	-4,6%
FT	1,5%	-3,0%
	média anual	
TD	11,9%	13,3%

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

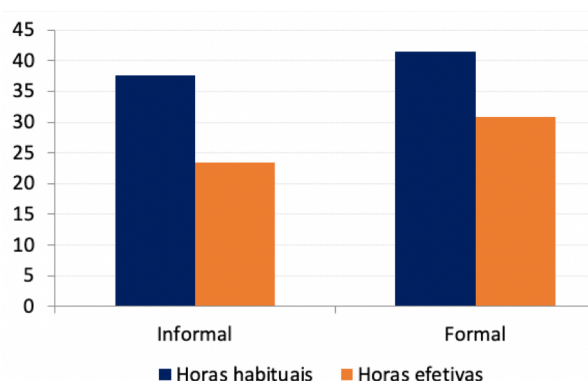
Gráfico 6: Variação Interanual no Primeiro Trimestre de 2020 (%)



Fonte: Microdados da PNAD Contínua – 1º trimestre de 2020. Elaboração: IBRE/FGV.

trajetória da jornada média em alta frequência. No entanto, a PNAD Covid-19, cujos microdados de maio foram recentemente disponibilizados, já apresentou elevada diferença entre horas habitualmente e efetivamente trabalhadas. Como mostra o Gráfico 7, enquanto no setor formal se trabalhou 30,8 horas semanais, frente a habituais 41,5 horas (diferença de 26,2%), no setor informal – ainda mais fortemente afetado pela pandemia em termos de volume de ocupados – trabalhou-se 23,5 horas semanais, frente a habituais 37,6 horas (diferença de 37,5%).

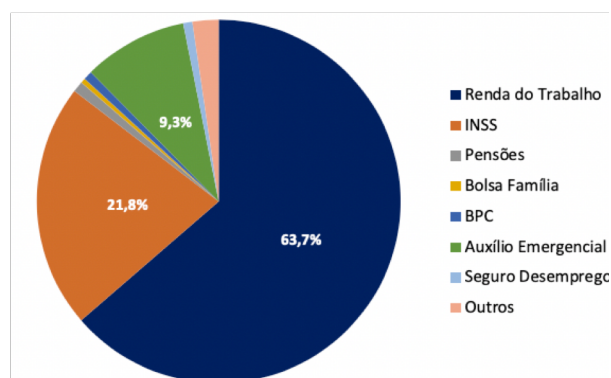
Gráfico 7: Horas Habitual e Efetivamente Trabalhadas em maio/2020



Fonte: PNAD Covid-19. Elaboração: IBRE/FGV.

Há ainda programas do governo que, no mercado formal, têm agido nesse sentido de redução de jornada do trabalho para evitar demissões, tendo atingido cerca de 5 milhões de empregos (mais de 5% do total da PO) até a publicação desta coluna. Desse modo, espera-se uma reação à queda da atividade se dividindo entre jornada média de trabalho e redução da PO (limitando o recuo desta última).

Gráfico 8: Massa de Rendimentos da População em Maio



Fonte: PNAD Covid-19. Elaboração: IBRE/FGV.

Com relação à renda do trabalho – e à massa de rendimentos do trabalho –, a análise tem se mostrado mais dificultada, com um comportamento aparentemente contraditório dessa variável, especialmente a renda habitual, que apresentou no último mês crescimento de 5% em relação ao trimestre móvel terminado em maio de 2019. Duque (2020) discute as possibilidades tanto de um efeito composição desse aumento, com trabalhadores de menor rendimento

perdendo suas ocupações, como de um possível viés de seleção introduzido com a mudança metodológica da captação da PNAD Contínua, que passou de presencial para telefônica a partir de março. Já a renda efetiva registrou crescimento de apenas 0,1%, mas ainda no sentido contrário ao esperado em meio à crise econômica.

No entanto, pode-se esperar uma piora do indicador de rendimentos do trabalho a partir da recuperação econômica pós-Covid. Esse fenômeno se dará tanto pela nova piora da composição da população ocupada, com reincorporação parcial dos trabalhadores informais (incluindo parte dos que terão perdido seus empregos formais), quanto pelo fim do viés de captação quando o IBGE voltar a realizar a pesquisa de forma presencial. Assim, será vista uma lenta recuperação da massa de rendimentos do trabalho – o que tenderá a se agravar na massa salarial

ampliada, com o fim do Auxílio Emergencial, que em maio chegou a quase 10% de todos os rendimentos da população, segundo a PNAD Covid-19.

Por fim, o Caged, após acumular apenas entre março e abril um saldo negativo de mais de um milhão de empregos formais, mostrou queda de 330 mil empregos formais em maio, significativamente abaixo do projetado pelo Ibre-FGV (-760 mil). Esse saldo menos negativo se explicou, principalmente, pela redução dos desligamentos, que caíram de 1,46 milhão em abril para 1,04 milhão no mês seguinte. Ainda assim, esse nível é cerca de 240 mil abaixo da média de maio para os últimos dois anos.

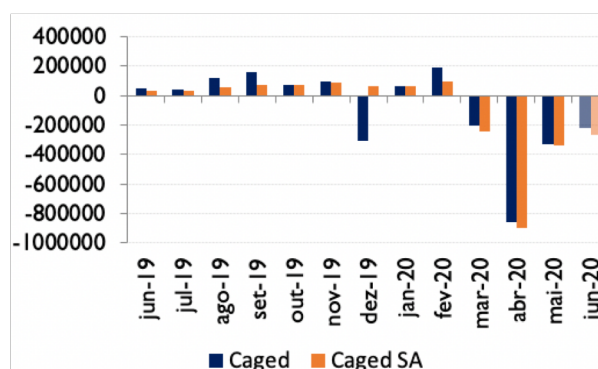
Esse resultado pode se explicar por uma menor contratação nos meses anteriores – tendo em vista a alta rotatividade no Brasil, é relativamente comum um contratado ser desligado em poucos meses, de modo que, caso se reduzam as contratações, os desligamentos também apresentarão queda –, mas também por alguma efetividade das medidas do governo de evitar demissões. Projeta-se, para junho, um saldo de empregos formais no Caged novamente negativo, de 220 mil vagas.

Referências bibliográficas

Duque, Daniel. “O que está acontecendo com a renda média na pandemia?”. Blog do Ibre, julho de 2020. URL: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-que-esta-acontecendo-com-renda-media-na-pandemia>

Daniel Duque

Gráfico 9: CAGED 2019



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

4. Inflação

A aceleração do IPCA antecipa alguma recuperação da demanda?

Após dois meses consecutivos em deflação, o IPCA de junho registrou alta de 0,26%. Apesar da mudança de patamar, a taxa veio em linha com a expectativa do mercado e com o Monitor da Inflação do IBRE, que antecipou alta de 0,25% para o IPCA de junho, na última edição deste Boletim.

As deflações registradas entre abril e maio, auge do isolamento social, foram sustentadas por quedas nos preços dos combustíveis, adiamento do reajuste de preços administrados e, também, pela indisponibilidade de vários serviços, que naquele momento estavam impedidos de serem oferecidos.

Já no início de junho, com a passagem da fase mais aguda da pandemia, iniciou-se o ciclo de revisões tarifárias, que haviam sido adiadas desde a segunda quinzena de março. Em âmbito nacional, o reajuste mais importante foi o dos medicamentos, que subiram 1,4% no IPCA do mês.

Como fonte de pressão inflacionária, também não se pode descartar o efeito da desvalorização cambial. Antes mais evidente nos preços das matérias-primas, ainda no âmbito do produtor, passaram a influenciar de forma mais destacada os preços ao consumidor, sobretudo dos eletroeletrônicos.

Pelo exposto até aqui, em junho as pressões inflacionárias foram mais disseminadas entre os produtos e serviços componentes do IPCA. Isso pode ser comprovado ao se observar o índice de difusão, que apresentou acréscimo significativo quando comparado ao de maio, passando de 42,9% para 55,2%. A inflação subjacente – medida pelo núcleo de inflação EX1 – também avançou consideravelmente, passando de -0,19% em maio para 0,03% em junho, comprovando a ampliação das fontes de pressão inflacionária.

Com o aumento dos preços de vários componentes do IPCA, passou a ser relevante avaliar quais fatores contribuíram para a multiplicação dos canais de transmissão da inflação. Analisando os principais impactos captados entre os grandes grupos, constata-se que o reajuste de preços administrados, efeitos sazonais e a desvalorização cambial responderam majoritariamente pela aceleração da taxa do índice oficial. No grupo Alimentação e Bebidas, por exemplo, os destaques partiram de carnes e laticínios, ambos pressionados por efeitos sazonais típicos do inverno. Já nos grupos Transportes e Artigos de Residência, os destaques foram gasolina e aparelhos eletroeletrônicos, todos com custos influenciados pela desvalorização cambial.

Para julho, as primeiras estimativas indicam continuidade da aceleração da inflação. A taxa do índice oficial poderá fechar o mês com alta em torno de 0,5%. Os destaques continuam concentrados em alimentos, combustíveis e eletroeletrônicos. Entre os alimentos e bens duráveis, o IPCA-Ponta do Monitor da Inflação ainda registra aumento médio superior a 2%, tanto para carnes quanto para eletroeletrônicos. Já para a gasolina, o aumento médio poderá ser de 4,0%. Ambos superiores aos registrados em junho, quando a gasolina subiu 3,2% e as carnes 1,2%.

Aparentemente, nenhum subitem do IPCA registrou aumento de preço que pudesse ser justificado por aquecimento do volume de vendas. A atividade econômica fraca, o aumento do desemprego e a consequente redução da renda estão impedindo pressões inflacionárias via demanda. No entanto, o câmbio parece ser importante motor, explicando parte considerável da aceleração registrada pelo IPCA.

Já a partir deste mês, com a abertura do comércio, os preços podem registrar dinâmica diferente. Não há expectativa de que haja destacada contribuição da demanda sobre o comportamento dos preços. Sabe-se, contudo, que muito serviços fecharam em definitivo na fase mais aguda do isolamento social. A redução do número de lojas pode aumentar o número de consumidores para aquelas que sobreviveram à pandemia. Essa redefinição do *market-share* possivelmente sustentará um futuro aumento de preços, o qual tende a se tornar mais visível à medida que forem relaxadas as normas de funcionamento do comércio.

Conhecido o resultado do IPCA de junho e com a simulação do Monitor da Inflação para julho, há espaço para um novo ajuste na expectativa de inflação deste ano, a qual passa para 1,7%.

André Braz

5. Política Monetária

O fim do atual ciclo de baixa de taxa de juros

Estamos bem próximos do fim do atual ciclo de queda da taxa básica de juros. Isso não quer dizer, porém, que a política monetária deixará de ser expansionista. E a razão é que, independentemente do nível final da taxa Selic, ainda por um bom tempo a taxa real correspondente permanecerá abaixo do que se imagina ser o juro real neutro no Brasil.

Nunca se sabe ao certo o grau de estímulo monetário que se pratica. Isso tem a ver com a enorme incerteza envolvida em qualquer estimativa da taxa neutra. Como é notório, o atual quadro experimentado pela economia brasileira exige que se mantenha a política de juros em território expansionista. Afinal, além do fato de enfrentarmos uma das piores recessões de todos os tempos, o ritmo projetado de crescimento dos preços, medido pela variação do IPCA, encontra-se abaixo da meta de inflação no horizonte tradicionalmente considerado relevante para a política monetária.

Dado o regime de política monetária adotado pelo Brasil a partir de 1999, levar a inflação para a meta, e mantê-la nesse nível, constitui o principal objetivo. Em condições normais, é fundamentalmente com isso que o Banco Central tem de se preocupar.

Ocorre, porém, que, não apenas aqui, mas igualmente lá fora, em especial no mundo desenvolvido, vivemos tempos extraordinários. E não se pode dizer que isso seja coincidência, pois a força das mudanças observadas nos países mais avançados tem produzido efeitos que acabam influenciando o curso dos acontecimentos entre nós, sendo isso particularmente verdade no tocante à inflação.

Em larga medida devido ao fenômeno da “estagnação secular”, o ritmo de crescimento da demanda agregada encolheu a ponto de as taxas de inflação ficarem sistematicamente abaixo

das metas, apesar dos esforços em contrário dos bancos centrais. Com isso, as taxas de juros também vieram para patamares muito baixos, por vezes ingressando em território negativo, até mesmo em termos nominais.

De algum modo, esse fenômeno ajudou a produzir um ambiente de inflação baixa aqui no Brasil, situação esta para a qual contamos também com o empenho e a competência dos dirigentes do Banco Central.

O aspecto que queremos destacar nesta seção tem a ver com outro tipo de simultaneidade. Entre nós, esse ambiente de inflação baixa, que levou o BC a pôr em prática um longo ciclo de queda da taxa Selic, consolida-se numa época em que os fluxos internacionais de capitais passaram a se mostrar desfavoráveis ao balanço de pagamentos do país. O Gráfico 10 ilustra a nossa argumentação.

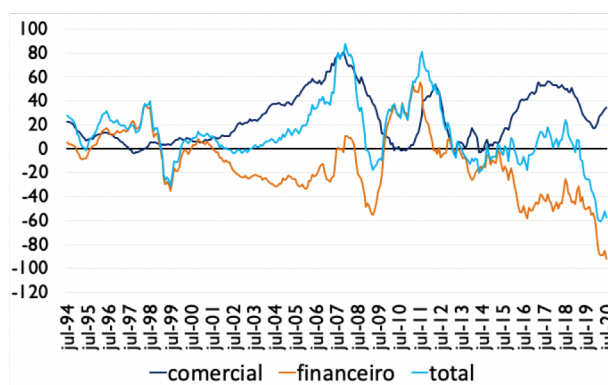
As informações contidas nesse gráfico não guardam correspondência direta com as estatísticas do balanço de

pagamentos contábil. O que temos é uma representação gráfica dos fluxos contratados de câmbio, separados em movimentos financeiros e comerciais, em períodos de doze meses, de 1994 até hoje. Nem todas as transações financeiras retratadas nessa representação integram o que antigamente se chamava de conta de capitais, na qual se registram os fluxos que “financiam” os resultados em conta corrente. Operações típicas de conta corrente, como remessas de lucros e pagamentos de juros, por exemplo, são anotadas na conta financeira.

O importante aqui é notar que o gráfico retrata o resultado da interação das forças de demanda e oferta de divisas no mercado de câmbio pronto. Quando o fluxo agregado se mostra negativo, o país perde reservas internacionais, a menos que o hiato seja coberto por variação da posição própria de câmbio do sistema bancário como um todo.

O gráfico mostra, por exemplo, que, em tempos recentes, o fluxo agregado de divisas ficou negativo em alguns anos do meio da década passada (2013-16). E voltou ao território negativo, desta vez com mais força, a partir de 2019. Talvez mais importante seja observar que as últimas informações disponíveis indicam fluxo cambial negativo muitíssimo expressivo, de quase US\$ 58,0 bilhões, correspondentes a resultado negativo superior a US\$ 92 bilhões na conta financeira e positivo em US\$ 35 bilhões no segmento comercial.

Gráfico 10: Fluxo Cambial (acumulado em 12 meses, %)



Fonte: BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

A simultaneidade acima referida, de inflação baixa, de um lado, e fluxos negativos de capitais internacionais, de outro, pode ser explicada, em parte, pelos novos patamares de juros atingidos no Brasil, pois eles reduzem o interesse dos capitais internacionais por aplicações financeiras em nosso país. E pode ser explicada também pelas sérias dificuldades econômicas domésticas por nós enfrentadas, em termos de crescimento econômico medíocre há quatro décadas, além de severos desequilíbrios fiscais.

A conclusão é que esse conjunto de circunstâncias traz uma preocupação adicional para os condutores da política monetária, uma vez que se tornou especialmente relevante respeitar a equação de paridade de juros internacionais. Essa equação nos diz que, dado o fato de que aplicações financeiras no Brasil envolvem mais risco do que aplicações nas economias centrais, os juros praticados em nosso país precisam ser superiores aos praticados lá fora. Prêmios de risco praticados em mercado servem de balizamento para o necessário diferencial de juros.

A grande dúvida do momento é se 2,0%, ou mesmo 2,25% a.a., de juros básicos no Brasil mostram-se adequados. Algo como 3,0% talvez fosse mais conveniente. Quanto mais estreito o diferencial de juros, domésticos *versus* externos, mais vulnerável a uma crise de câmbio fica o país. E isso é particularmente relevante nesta época em que os capitais internacionais já revelam baixo interesse por investimentos no Brasil.

Sob o ponto de vista do próprio BC, é sempre possível corrigir eventual exagero na redução dos juros básicos domésticos mediante opção por novo ciclo de alta dos juros. O problema é que o custo de fazer isso pode ser elevado. Melhor prevenir do que remediar.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Inflação baixa reforça desafios com teto de gastos para 2021

Com a divulgação da inflação, medida pelo IPCA, de 2,13% para os 12 meses encerrados em junho deste ano, o teto de gastos da União alcançará R\$ 1,486 trilhão em 2021. O valor representa uma expansão das despesas do governo federal de apenas R\$ 31 bilhões em relação ao limite em vigor em 2020, de R\$ 1,455 trilhão. A correção do teto por uma inflação abaixo das projeções do governo limita ainda mais o espaço para gastos no próximo ano, reforçando o desafio fiscal na elaboração da proposta orçamentária que deve ser encaminhada ao Congresso até 31 de agosto.

A Emenda Constitucional 95/2016 determinou a correção anual das despesas da União pela inflação observada no período de 12 meses encerrados em junho do exercício anterior. O baixo valor da inflação acumulada entre julho de 2019 e junho de 2020 produzirá, dessa forma, o menor percentual de ajuste do teto desde a instituição do Novo Regime Fiscal.

Para 2021, o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) enviado em abril projetava um limite para as despesas de R\$ 1,502 trilhão (R\$ 47 bilhões acima do teto atual), estimado com

base na expectativa de inflação de 3,23%, valor 1,1 p.p. acima do realizado. Somente para os benefícios previdenciários, o projeto de lei estimava uma expansão de R\$ 33,5 bilhões, superando, portanto, o total da margem adicional permitida pela inflação recém divulgada.

A inflação mais baixa impõe, dessa forma, uma margem para os gastos significativamente aquém da esperada, o que provavelmente fará com que as despesas discricionárias sejam ainda mais sacrificadas. Cabe destacar que, para as despesas discricionárias com investimentos públicos e custeios administrativo, a

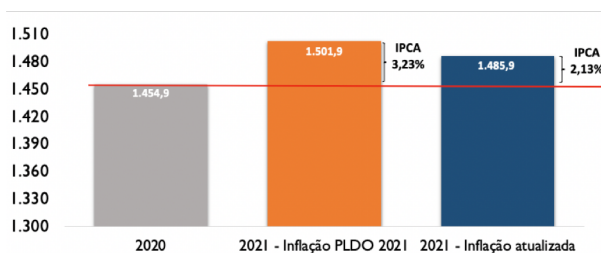
PLDO 2021 já trazia um valor historicamente baixo e considerado próximo do limite mínimo para que a máquina pública não se paralise (*shutdown*) – R\$ 103,1 bilhões, o que representa um enxugamento da ordem de R\$ 17 bilhões em relação ao previsto para 2020.

Ampliando o desafio de um orçamento mais apertado, estão as incertezas quanto à continuidade dos gastos com socorro financeiro à população e às empresas, decorrentes do enfrentamento dos efeitos do novo coronavírus. Mesmo com os rumos da pandemia sendo incertos, fato é que seus efeitos não serão encerrados em 31 de dezembro deste ano, junto com o Orçamento de Guerra. Dificuldades na retomada do emprego e renda tendem a manter a demanda dos mais vulneráveis pelo benefício emergencial por período prolongado, pressionando potencialmente os gastos também para ano que vem. Ao mesmo tempo, empresas enfrentarão dificuldades enquanto não reestabelecerem suas condições financeiras, pressionando pela liberação de novos créditos.

Para o exercício financeiro de 2021, a solução vigente de abertura de créditos extraordinários como rota de sobrevivência do teto, de forma a manter o enfrentamento da pandemia, não obedece aos critérios estabelecidos pela legislação. Por não haver imprevisibilidade, em linha com o art. 167, §3º da Constituição Federal,² que justifique novamente créditos dessa natureza, não contabilizados no limite instituído pela EC 95/2016, algumas discussões sobre o rompimento do teto ganharam força nas últimas semanas.

Na Câmara, pela primeira vez desde a criação do teto, conhecidos defensores do limite já não descartam a possibilidade de revê-lo, deixando de lado a ideia de que seria politicamente intocável, em clara mudança de tom na direção de alguma flexibilização. O caminho a ser

Gráfico 11: Despesa Primária sujeita ao Teto de Gastos
(em R\$ bilhões)



Fonte: PLDO 2021 e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

² Art. 167. São vedados: (...) § 3º A abertura de crédito extraordinário somente será admitida para atender a despesas imprevisíveis e urgentes, como as decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública, observado o disposto no art. 62.

escolhido pelo governo, seja ele de alteração da regra do teto ou de acionamento dos gatilhos previstos em caso de descumprimento, exigirá imediata e explícita sinalização dos esforços a serem adotados na rota de retomada do controle das despesas, principal conquista do teto de gastos após sua aprovação. O Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2021, a ser enviado no fim do próximo mês terá, dessa forma, papel fundamental na comunicação dessa postura.

Se a manutenção do teto envolve dificuldades conhecidas desde a sua implementação, a desaceleração da inflação – acentuada este ano por deflações com a pandemia da Covid-19³ – impõe um obstáculo adicional. Seja qual for a estratégia adotada, soluções profundas, que permitam dar ao teto um caminho para os próximos anos factível e sem grandes abalos, precisam estar no centro das discussões, sob risco de perdermos uma âncora fiscal sem precedentes no Brasil.

Juliana Damasceno

7. Setor Externo

Exportações crescem 13,1% em volume em junho, puxadas por commodities

O histórico brasileiro de vulnerabilidade do balanço de pagamentos está quase sempre associado a déficits crescentes em conta corrente que não conseguem ser financiados com a entrada de capitais. No momento, conforme as projeções da última edição do Boletim Macro, a situação é inversa. É esperada uma redução no déficit da conta corrente, porém as saídas de capital em portfólio, observadas num período marcado por incertezas no cenário doméstico e internacional, levarão a uma queda nas reservas internacionais em 2020. Não é uma situação de crise e o colchão de reservas internacionais ainda amortece os choques externos.

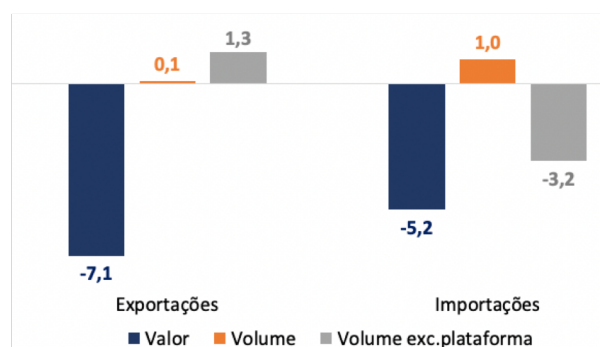
A redução no déficit em conta corrente é esperada a partir de melhora na balança comercial e de queda no saldo negativo de serviços. Nos dois casos, a principal razão está na retração no nível de atividade doméstica e externa. Os resultados da balança comercial até junho mostram, porém, que, mesmo num cenário de crise, o desempenho das exportações brasileiras é positivo. A análise é baseada nos dados da balança comercial divulgados pela Secretaria de Comércio Exterior e da base de dados do ICOMEX dos índices de preços e volumes elaborados pelo FGV/Ibre.

Na comparação dos dois primeiros semestres de 2019 e 2020, a queda nas exportações é maior do que nas importações, em termos de valor, e o aumento das exportações é inferior ao das importações, em termos de volume (Gráfico 12). No entanto, é preciso considerar os resultados dos primeiros meses do ano, quando o efeito recessivo da pandemia ainda não havia se manifestado plenamente. Na comparação interanual de junho de 2019 e 2020, as exportações caíram em valor 2,7% e as importações, 19,8%. Em termos de volume, as exportações cresceram 13,1% e as importações recuaram 14,2%.

³ O IPCA registrou duas quedas consecutivas em abril e maio, -0,31% e -0,38%, respectivamente.

Uma segunda consideração se refere às operações com as plataformas de petróleo. Com as plataformas, as exportações aumentaram 0,1% e as importações 1,0% em relação ao primeiro semestre de 2019. Nesse caso, o comércio exterior teria tido uma contribuição negativa para o PIB do país. No entanto, quando são excluídas as plataformas, as exportações aumentam em 1,3% e as importações recuam em 3,2%, uma contribuição positiva para o PIB. Além disso, a diferença salientada influencia diretamente na taxa de investimento de máquinas e equipamentos importadas pela indústria: com plataformas, aumento de 14,4%; sem plataformas, queda de 8,4%, na comparação entre os dois primeiros semestres de 2019 e 2020.

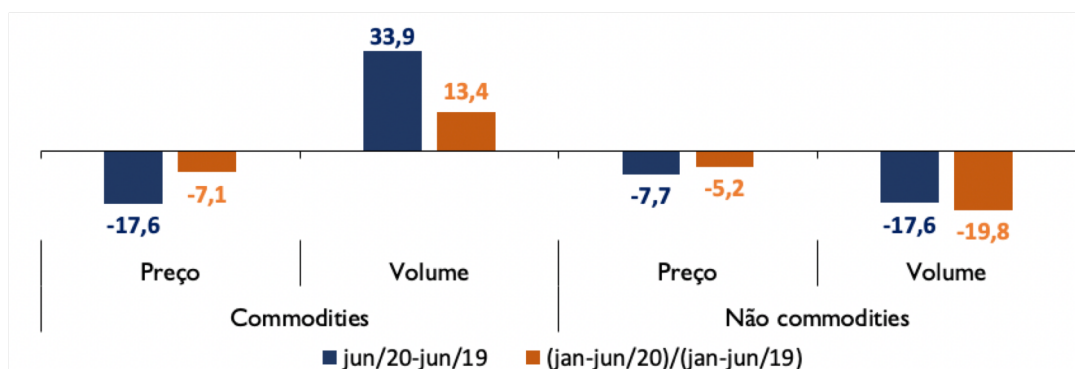
Gráfico 12: Variação (%) do Valor e Volume dos Fluxos de Comércio: Jan-junho 2019/2020



Fonte: SECEX/MDIC; ICOMEX-IBRE/FGV.
Elaboração: IBRE/FGV.

O aumento das exportações é explicado pelas *commodities*, que registraram variação de 33,9% na comparação entre os meses de junho e de 13,4% entre os dois primeiros semestres de 2019 e 2020. A exclusão das plataformas nas exportações de não *commodities* reduz a queda de 19,8% para 17,3%, mas não muda o papel das *commodities* para o desempenho exportador. Observa-se a queda nos preços das *commodities*, o que leva à conclusão de que o superávit da balança comercial deriva de um aumento da demanda em termos reais (volume) das *commodities* (Gráfico 13).

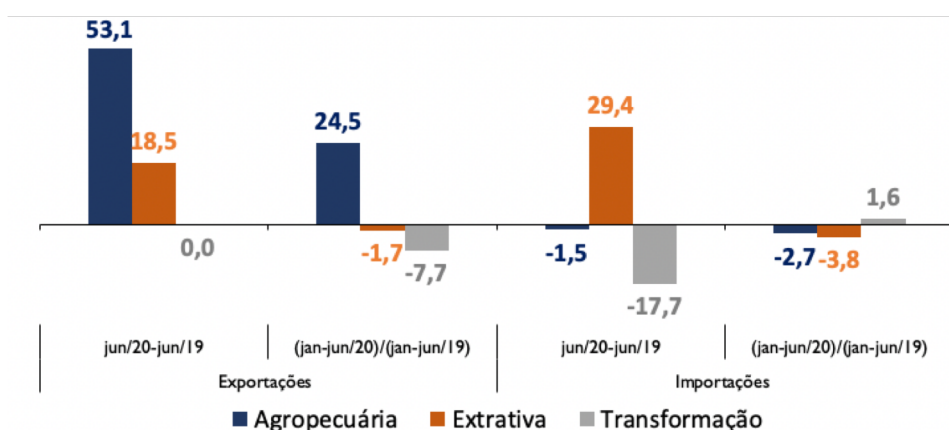
Gráfico 13: Variação (%) no Volume e no Preço das Exportações de Commodities e de Não Commodities



Fonte: SECEX/MDIC; ICOMEX-IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

O desempenho das *commodities* reflete a liderança do setor agropecuário nas exportações, conforme mostra o Gráfico 14. O crescimento das vendas externas do setor foi de 53,1%, entre junho de 2019/2020.

Gráfico 14: Variação (%) Mensal e Acumulada no Volume das Exportações e Importações por Tipo de Indústria

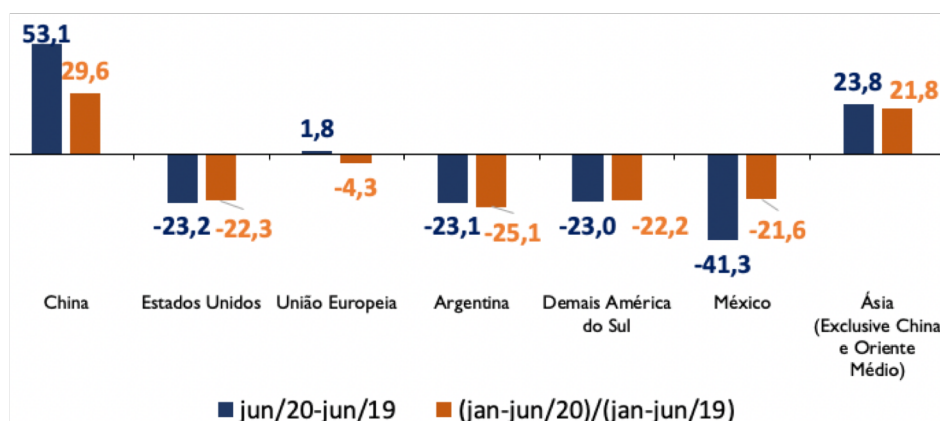


Fonte: SECEX/MDIC; ICOMEX-IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

A indústria de transformação mostrou queda na comparação semestral e estagnação em junho. Trata-se de uma melhora do desempenho industrial? O setor, na verdade, inclui produtos classificados como *commodities* (suco de laranja e laminados de ferro e aço, por exemplo). Quando se compara o desempenho das *commodities* e não *commodities* na indústria de transformação em junho, a variação nula no mês passado ganha outro significado. Em junho, as exportações de *commodities* da indústria de transformação aumentaram 32,2%, e as de não *commodities* caíram 19,3%.

O país, portanto, consolida seu papel de exportador de *commodities* agrícolas, em especial do complexo da soja. Em junho, os produtos agrícolas responderam por 69% das vendas externas – em valor – de *commodities*, e, somente a soja, por 43%. Nesse contexto, a China avança como o principal contribuidor para o aumento das exportações brasileiras. Como mostra o Gráfico 15, somente a China registra variações positivas como mercado de destino das exportações brasileiras. É mera coincidência, mas assim como as vendas em junho de produtos agropecuários registraram variação de 53,1%, o mesmo percentual é observado para o mercado chinês.

Gráfico 15: Variação (%) no Volume das Exportações por Mercados de Destino

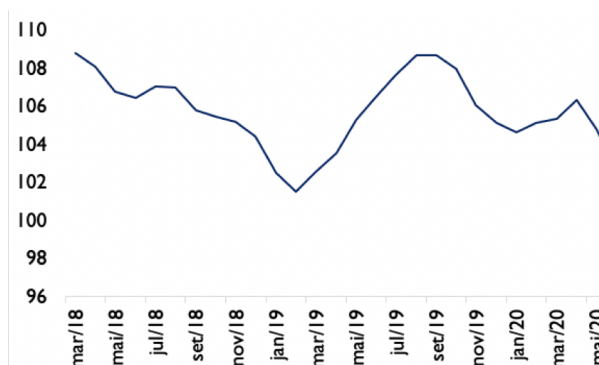


Fonte: SECEX/MDIC; ICOMEX-IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

A dependência da China para a melhora da balança comercial em termos de volume é reforçada quando se observa o comportamento dos termos de troca. Desde abril, os termos de troca registram queda (Gráfico 16).

Registros de aumento nos preços de minério de ferro e produtos metálicos poderão reverter essa tendência, mas isso também dependerá da participação desses produtos na pauta exportadora do país. Até o momento, somos destaque como exportadores de agropecuários e a observância das regras ambientais internacionais são parte da competitividade desses produtos.

Gráfico 16: Índice dos Termos de Troca: Média Móvel Trimestral



Fonte: SECEX/MDIC; ICOMEX-IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

A trajetória da China: semelhanças e diferenças com Brasil e EUA

Na terceira semana de julho, soubemos que a China cresceu, no segundo trimestre, 3,2% ante o segundo trimestre de 2019. Forte recuperação após cair 6,8% no primeiro trimestre, ante o primeiro trimestre de 2019. Para termos uma ideia da forte retomada em 'V' da China, o país

rodou no segundo trimestre pouco acima do nível do quarto trimestre de 2019. Maiores informações na seção ‘Em foco’ deste Boletim.

Para o Brasil, o Ibre revisou o cenário para queda de 5,5% em 2020. Após cair 1,5% no primeiro trimestre ante o quarto trimestre de 2019, deverá recuar 9% no segundo, ante o primeiro. O cenário para a economia norte-americana não é muito diferente. Segundo a média das previsões da Bloomberg, deve cair 5,6% em 2020, com recuos trimestrais bem próximos dos brasileiros. Os dois gigantes das Américas – o primo rico e o primo pobre – caminham em curvas paralelas em 2020.

Aparentemente, o fortíssimo peso dos serviços e as quarentenas relativamente ineficientes, em ambas as economias, condicionam os caminhos paralelos.

A impressão que se tem é que a trajetória da China é muito melhor. De fato, a previsão de Lívio Ribeiro do Ibre – ver seção Em Foco – é que a China fechará o ano crescendo 1,2%, o que significa que, no quarto trimestre de 2020, estará 1 ponto percentual abaixo de uma tendência de 5,5%, que parece ser uma boa estimativa da atual tendência de crescimento para a China.

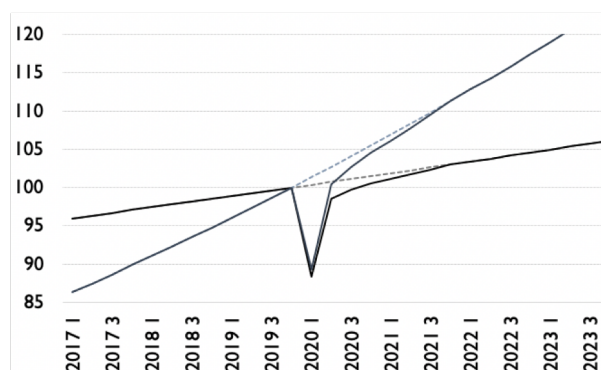
Uma forma de percebermos como a trajetória Chinesa é superior à nossa e à norte-americana pode ser observada no Gráfico 17.

No gráfico encontram-se duas trajetórias. A mais inclinada é a trajetória chinesa supondo que o crescimento em 2020 seja de 1,2% e que a economia atinja a tendência de longo prazo de 5,5% ao ano no quarto trimestre de 2021. Nesse caso, o crescimento seria de 9,5% em 2021. A segunda trajetória seria a de uma economia que enfrentasse da mesma forma a epidemia, mas cuja tendência de

longo prazo fosse 1,5% ao ano, algo mais próximo do caso brasileiro ou norte-americano. Essencialmente, ‘rodamos’ a trajetória da China em torno do valor 100 obtido no 4º trimestre de 2020 e mantivemos fixas a distância entre a trajetória e a tendência de 1,5% ao ano. Nesse caso, a trajetória da China hipoteticamente “mais lenta” seria de queda de 2,5% em 2020 e recuperação de 5,4% em 2021.

Se compararmos a queda de 2,5% da China hipotética com a queda brasileira (ou a norte-americana) de 5,5% em 2020, fica claro toda a nossa dificuldade em lidar com a epidemia.

Gráfico 17: Trajetórias de Crescimento do PIB da China



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

No entanto é possível que, após a superação da epidemia – ou em função da imunidade de rebanho ou da vacina –, haja recuperação mais forte das economias. É isso que aprendemos com a forte retomada da China.

Samuel Pessoa

9. Em Foco IBRE: Farol imperfeito: A recuperação chinesa vale para o resto do mundo?

Uma característica marcante do choque da Covid-19 é a coordenação dos seus efeitos econômicos. Considerando as diferenças de *timing* (afinal, a emergência da Covid varreu o mundo em uma onda, iniciada na Ásia, passando pela Europa e, depois, chegando às Américas e à África), conta-se a mesma história geral: queda rápida e profunda das variáveis qualitativas (como os PMIs) com retomada posterior relativamente rápida, intensa desaceleração da inflação, forte e repentina piora no mercado de trabalho, evidências de retomada mais intensa na indústria do que nos serviços e choque profundo no PIB do trimestre de referência (1º trimestre na Ásia, 2º trimestre nas outras regiões).

Evidentemente, a história geral não é estritamente igual para todos os países. A queda pronunciada da inflação, seja no atacado ou no varejo, teve um tanto de Covid e “um muito” de choque no mercado de petróleo – que, inclusive, se ajusta e progressivamente se recupera. No mercado de trabalho, as questões idiossincráticas (nível de flexibilidade, políticas públicas ligadas ao setor e até mesmo como se mede desemprego) são importantes e levam a dinâmicas cada vez mais distintas. Por fim, há uma profusão de políticas públicas em operação no mundo, fiscais, monetárias e creditícias, com intensidade, foco e resultados bastante diversos. Ainda assim, a narrativa mais geral parece funcionar.

Nesse sentido, é com grande alívio que muitos analistas receberam o resultado do PIB chinês no 2º trimestre. Depois de uma contração histórica de -6,8% AsA no 1º trimestre do ano, a China cresceu 3,2% AsA no trimestre recém concluído, superando as expectativas de mercado (2,4% AsA) e nossas projeções (2,7% AsA). Notícias boas, sem sombra de dúvida.

Olhemos os detalhes setoriais. Na Tabela 4, comparamos as taxas de crescimento observadas no 2020.T2, em setores selecionados do lado da oferta, com a média de crescimento AsA registrada em cada trimestre de 2019, com os valores do 2019.T4 e com o vale do 2020.T1. Nossa ideia é observar quais setores já retomaram ritmos de expansão interanual equivalentes aos do imediato pré-Covid.

Tabela 4: Taxas de Expansão AsA, Setores Seleccionados (%)

	Média 2019	2019.T4	2020.T1	2020.T2
Primário	3.0	3.4	-3.2	3.3
Secundário	5.7	5.8	-9.6	4.7
Indústria manufatureira	5.7	5.9	-10.2	4.4
Construção civil	5.7	5.3	-17.5	7.8
Terciário	6.9	6.6	-5.2	1.9
Transporte e armazenagem	7.1	6.3	-14.0	1.7
Comércio	5.7	5.4	-17.8	1.2
Acomodação e alimentação	6.3	6.2	-35.3	-18.0
Intermediação financeira	7.2	7.0	6.0	7.2
Atividades imobiliárias	3.0	2.5	-6.1	4.1
Tecnologia da informação	18.8	15.6	13.2	15.7
Leasing e serviços comerciais diversos	8.6	9.9	-9.4	-8.0
Outros serviços prestados	5.9	6.0	-1.8	-0.9
PIB	6.1	6.0	-6.8	3.2

Fontes: NBS e CEIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Como dito no início deste artigo, a história geral do choque da Covid-19 (na China e no mundo) é de importante heterogeneidade setorial. Isso fica bastante claro no choque do 2020.T1, com queda mais profunda da indústria do que nos serviços. Esse resultado, a princípio contraintuitivo se lembrarmos dos indicadores de alta frequência (produção industrial, atividades de construção civil e vendas no varejo), deriva da composição das atividades do PIB: os indicadores de alta frequência da indústria são muito mais próximos da composição do PIB secundário, ao passo que, no caso dos serviços, há uma relação mais direta com somente algumas das atividades do PIB terciário (especialmente comércio e transportes).

A heterogeneidade também é bastante clara na retomada do crescimento. O maior destaque é o setor primário (agropecuária e piscicultura), que volta à velocidade de expansão pré-Covid. Seu peso no PIB chinês é, no entanto, pequeno (em torno de 7,0%). A discussão relevante fica entre o setor secundário (indústria, construção civil e produção de eletricidade, gás e água, com peso aproximado de 40% no PIB) e o setor terciário (serviços, com peso aproximado de 53%).

No setor secundário, destaca-se o comportamento da construção civil; uma queda profunda no 2020.T1 e uma retomada vigorosa no 2020.T2, inclusive atingindo uma taxa de expansão interanual maior do que a observada no pré-Covid. Lembra eventos do passado: a “Velha China” para o resgate, com impulsos em obras públicas e no setor imobiliário. As manufaturas, por sua

vez, recuperaram-se, mas ainda sem atingir a velocidade de 2019 – parece uma questão de (pouco) tempo, salvo choques adicionais (mais sobre isso adiante).

A questão mais complicada parece estar no setor terciário. No agregado, voltamos à expansão do 2020.T2, mesmo que em uma velocidade muito menor do que a observada durante o ano passado. Ainda que a queda do setor não tenha sido tão intensa quanto a da indústria no 2020.T1, sua retomada parece ser mais lenta e difícil.

Mais importante, há evidente heterogeneidade entre as suas atividades componentes. Do lado positivo, tecnologia da informação, intermediação financeira e atividades imobiliárias já atingiram taxas de expansão mais elevadas do que as observadas em 2019 – com as duas primeiras nem sequer registrando desaceleração relevante no início de 2020, uma evidência clara de que a Covid-19 pode ser catalizador importante para a adoção da digitalização e tecnologias da “nova economia”.

Do lado negativo, as outras atividades não retomaram as taxas de expansão prévias e, em alguns casos, permaneceram em contração. Isso é particularmente claro em acomodação e alimentação (refletindo dificuldades nos setores hoteleiro e de recreação), nos serviços de leasing e em outros serviços prestados. Mesmo comércio, ainda que tenha se recuperado, roda bastante abaixo do registrado no ano passado. Restrições de movimentação e isolamento social certamente tiveram peso nesse resultado. Mais relevante, é possível que mudanças no padrão de consumo também já estejam em operação, o que levaria a uma maior persistência do choque em certas atividades.

É evidente que há questões específicas a serem discutidas. No entanto, os resultados chineses levaram a renovado otimismo por parte de muitos analistas. Se a história geral valeu na descendente, por que não valeria na ascendente? O mundo poderia emergir da Covid-19 mais rápido e com menos danos do que o suposto há um par de meses.

Entendemos que a extrapolação do comportamento chinês para o resto do mundo deve ser feita com cuidado. De maneira nenhuma estamos a dizer que a surpresa positiva deva ser desconsiderada. Só é necessário lembrar que a China é um país recheado de particularidades, que valeram para o mundo pré-Covid, que determinam como o país lidou com a pandemia e que, em alguma medida, vão moldar o seu processo de recuperação.

Começemos pelas questões negativas, ou seja, os principais riscos à recuperação chinesa no pós-Covid. São três os argumentos que merecem destaque. O primeiro, e mais evidente, é que a China é o país mais exposto aos efeitos negativos da Covid-19 no resto do mundo – por ter sido o primeiro a enfrentar o choque e ser o primeiro a emergir, a China terá que lidar por mais tempo com os efeitos nefastos da pandemia em escala global. Esse efeito já é observável em dados de alta frequência, especificamente nos PMIs de manufaturas: há claro descasamento entre a produção doméstica, de volta ao terreno positivo, e as novas ordens de exportação, que

continuam em contração. Deslocar demanda para o mercado doméstico será essencial, ao menos no curto prazo.

Tabela 5: Aberturas Selecionadas do PMI de Manufaturas (NBS)

	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun
PMI	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9
Novas ordens de produção	29.3	52.0	50.2	50.9	51.4
Produção	27.8	54.1	53.7	53.2	53.9
Novas ordens de exportação	28.7	46.4	33.5	35.3	42.6
Emprego	31.8	50.9	50.2	49.4	49.1

Fontes: NBS e CEIC. Elaboração: IBRE/FGV.

A segunda está associada ao elevado nível de endividamento do país (próximo de 290% do PIB ao fim de 2019), que tende a comprimir a atuação anticíclica do governo e a capacidade de retomada da demanda doméstica. Isso é particularmente grave no caso das famílias chinesas, que nunca estiveram tão endividadas – no ano passado, a dívida das famílias passou a 44% do PIB, dobrando em relação ao observado em 2013. Lembremos, também, que 2019 foi um ano de grandes restrições de bem-estar e poder de compra, combinando desaceleração do mercado de trabalho, forte aceleração da inflação de alimentos (especialmente em proteínas, derivada da gripe suína africana) e os efeitos nefastos da guerra comercial com os EUA. Não são condições iniciais favoráveis para enfrentar um choque como o da Covid-19.

Por fim, há crescente preocupação com novos choques exógenos que podem atingir a China até o fim do ano. Mais do que uma 2ª onda da Covid-19 (sempre uma possibilidade, ainda que, até o momento, só tenham sido observados bolsões de pressão e não uma segunda leva de infecções que exija amplas medidas draconianas), parece-nos mais preocupante uma 2ª onda da guerra comercial com os EUA – aqui entendida para além do comércio, com todas as suas reverberações tecnológicas e geopolíticas.

Note-se que as escaramuças já começaram. Comentários sobre a derrubada do acordo comercial firmado em janeiro, acusações de que o vírus teria sido desenvolvido em laboratório chinês, uma verdadeira “corrida das vacinas”, recrudescimento da discussão sobre Hong Kong (com retaliações mútuas) e uma postura mais agressiva contra a China por parte de aliados americanos (Austrália na questão do vírus e Reino Unido na questão do 5G) fazem parte de um novo ambiente de Guerra Fria, que tenderá a ficar mais “quente” quanto mais nos

aproximarmos das eleições americanas de novembro (e quanto mais Trump perde terreno nas pesquisas). Não é um ambiente de fundo favorável para uma retomada consistente.

Evidentemente, há questões positivas, ou seja, fatores que ajudarão na recuperação chinesa. Destacam-se, novamente, três características que sugerem uma saída da crise mais rápida e efeitos menos duradouros na China. A primeira característica vai além das fronteiras chinesas e pode, em grande medida, ser estendida a outros países asiáticos: a matriz cultural da região parece facilitar o combate ao vírus e permite um controle mais assertivo de focos de reincidência, diminuindo, assim, a probabilidade de uma 2ª onda.

Como cultura afeta a questão sanitária? Primeiro, devemos lembrar que a região já enfrentou desafio relevante, ainda que em menor escala, com a epidemia da SARS (2002-2004) – com epicentro na China (na região de Guangdong-Hong Kong), alastrando-se por todo o Sudeste Asiático e atingindo, em escala reduzida, países distantes como Canadá e EUA. Protocolos foram criados e hábitos modificados; uso de máscaras em público (especialmente em aglomerações) e controle de temperatura em aeroportos/ferroviárias são realidades desde meados dos anos 2000.

Para além disso, as interações sociais são naturalmente mais distantes, com cumprimentos que não envolvem contato físico e manutenção de distância, quando possível, por respeito. Asiáticos não são latinos; ainda que diversas cidades da região (pensem em Hong Kong, Tóquio, Bangcoc ou Seul) sejam fortemente aglomeradas, há muito mais distanciamento social do que o senso comum sugere.

Por fim, a questão cultural também facilita o controle estatal da pandemia. *Track-and-tracing*, ou seja, identificar, isolar e tratar os casos observados e suspeitos, é essencial para evitar que focos de transmissão (e inúmeros têm sido observados nos últimos meses, tanto na China como em diversos outros países) se transformem em novas ondas de contaminação. As sociedades da região são mais tolerantes quanto ao controle estatal, que usa dados de celulares para levantar o histórico de infectados, reconstruir seus passos e isolar todos com os quais tiveram contato. Não se coloca esse tipo de atuação no rol de invasão das liberdades individuais, mas sim no de controle e proteção do coletivo.

A segunda característica é própria da China. Mesmo com um longo período de promoção da transição do modelo econômico na direção do mercado interno e dos serviços, a China entrou na crise do Covid-19 sendo, dentre as grandes economias globais, a que tem a maior participação da indústria e a menor participação dos serviços no PIB. Como já destacado anteriormente, há evidência relativamente robusta de que a recuperação da indústria tende a ser mais rápida que a dos serviços – o que, inclusive, se confirmou nos resultados chineses do 2º trimestre.

Tabela 6: Participação setorial no PIB (% , 2017 PPP)

	Primário	Secundário	Terciário
China	7.9%	40.5%	51.6%
União Europeia	1.6%	25.1%	70.9%
Estados Unidos	0.9%	19.1%	80.0%
Índia	15.4%	23.0%	61.5%
Japão	1.1%	30.1%	68.7%
Alemanha	0.7%	30.7%	68.6%
Rússia	4.7%	32.4%	62.3%
Indonésia	13.7%	41.0%	45.4%
Brasil	6.6%	20.7%	72.7%
Reino Unido	0.7%	20.2%	79.2%
França	1.7%	19.5%	78.8%

Fonte: Banco Mundial. Elaboração: IBRE/FGV.

A composição setorial favorável provavelmente fará com que a retomada chinesa seja mais rápida e os efeitos persistentes sejam menos óbvios do que os observados em outras economias. Isso é particularmente verdadeiro para economias que possuem elevada participação nos serviços que tendem a sofrer com mudanças no padrão de consumo e que são mais afetadas pelas práticas de isolamento e quarentena (por excelência, tudo que se relaciona ao setor de turismo).

Por fim, a terceira característica favorável à China também é observável, em maior ou menor grau, em outras economias asiáticas: tipicamente, são sociedades com elevada taxa de poupança privada, com famílias e empresas tendo os meios básicos para, ao menos, iniciar a travessia da tormenta da Covid-19 sem a necessidade de políticas de transferência de renda por parte do Estado.

Dentre as grandes economias globais, novamente a China se destaca. Tomando como referência o ano de 2017 e os países da Tabela 6, a China desponta com poupança agregada de 47,4% do PIB – ainda maior no setor privado se lembrarmos que o Estado chinês é deficitário e a conta corrente (uma métrica de poupança externa) é superavitária. A diferença para o segundo colocado, dentre as economias elencadas acima (Indonésia, com poupança nacional de 33,6% do PIB), reforça a peculiaridade chinesa.

Por que a questão da poupança é tão relevante? Porque ela permite que a atuação do Estado se dê em uma posição completamente diferente do ciclo econômico e que seja, em última instância, muito mais “keynesiana”. Esse ponto foi levantado originalmente pelo meu colega Samuel Pessoa, ao analisar o comportamento das políticas públicas ocidentais no ambiente de

Covid-19: a atuação do Estado, com amplos programas de transferência de renda e sustentação de empresas e empregos é, acima de tudo, uma política de saúde pública, desenhada para manter empresas fechadas e pessoas em casa. É, portanto, política de supressão do valor adicionado e de promoção do desalento, incidindo, por definição, na parte descendente do ciclo econômico.

A atuação chinesa é de natureza completamente distinta. Como famílias e empresas possuem os meios iniciais para sustentar o período de isolamento social, a atuação estatal se concentrou na fase ascendente do ciclo. Políticas de promoção do valor adicionado e da aceleração econômica, recorrendo, em grande medida, aos expedientes da Velha China: crédito farto, juros baixos e, somente mais recentemente, sinalização de impulsos fiscais voltados à aceleração de obras públicas e intensificação dos investimentos.

Essa peculiaridade do comportamento do Estado chinês é facilmente observada no indicador *Covid Economic Stimulus Index* (CESI) de Elgin, Basburg e Yalaman. Não só a China teve uma atuação distinta da observada em outras economias como, na média, fez menos: mais focalização dos impulsos e priorização da atuação na fase ascendente do ciclo econômico sugerem melhores resultados para a retomada pós-Covid.

Tabela 7: Covid Economic Stimulus Index (jul/20, 9a divulgação)

	Global	EUA	Europa	China	Brasil
Estímulos fiscal (% do PIB)	5.1	13.9	12.2	4.1	11.0
Corte de juros referenciais	22.5	100.0	9.8	8.3	47.1
Pacotes creditícios (% do PIB)	4.4	3.3	14.2	8.5	3.2
Medidas externas (% do PIB)	0.4	0.0	0.8	0.0	2.9

Fonte: Elgin, Basburg e Yalaman (2020). Elaboração: IBRE/FGV.

Em conclusão, muitos analistas têm utilizado a retomada chinesa como um antecedente para os movimentos globais. O forte resultado do PIB no 2020.T2 seria um alento: não só o pior já teria passado como as condições de retomada do mundo seriam melhores do que o originalmente suposto.

De maneira nenhuma queremos minimizar a importância da China como um farol, ainda que imperfeito, para o choque econômico da Covid-19. A observação dos dados chineses nos ensinou características que, ao fim e ao cabo, foram observadas no resto do mundo: (i) o choque rápido e intenso no mercado de trabalho, com recuperação posterior claudicante; (ii) a enorme heterogeneidade setorial, tanto no mergulho dos dados de atividade como na

retomada inicial; (iii) a recuperação dos dados qualitativos muito mais rápida do que a dos dados reais; (iv) a evidente diferença entre indústria e comércio, refletida, com os devidos cuidados, nas diferenças entre indústria e serviços no PIB.

Ainda que a narrativa geral seja a mesma, temos que tomar cuidado com extrapolações. A China é peculiar – era antes da Covid-19, é durante e será depois. Certas características únicas do país, ou divididas com um seleto grupo de nações (notadamente asiáticas), sugerem que sua retomada seja mais rápida e os efeitos persistentes menos severos: a composição setorial mais “carregada” na indústria, questões culturais favoráveis ao isolamento e à obediência ao Estado, abundância de poupança privada e atuação prioritária do Estado no impulso ao crescimento, já na fase ascendente do pós-Covid, mudam o jogo.

A ver como será a atuação do Estado durante o 2º semestre que se inicia. Se moderada, como tem sido, o crescimento anual será na faixa entre 1,0%-1,5%. Esse é nosso cenário base, mais alinhado às projeções do FMI e que, evidentemente, será calibrado com as próximas divulgações de dados e políticas. Emerge, no entanto, uma corrente crescente que vê atuação estatal mais agressiva e crescimento em torno de 2,5% neste ano; parece-nos excessivo com a informação atual, mas reflete o otimismo dos mercados com o recente desempenho chinês.

Em resumo, a China emergirá deste choque mais forte e, na ausência de eventos exógenos (sanitários ou não), será dos poucos países do mundo a registrar crescimento em 2020. Entendemos que seja tentador extrapolar essa história de sucesso para outros países, mas, com a informação atual e reconhecendo as características peculiares do gigante asiático, parece ser muito mais esperança do que análise.

Lívio Ribeiro

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 20 de julho 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.