



# BOLETIM MACRO

Agosto de 2020



## Retirar os estímulos, mas sem desestimular a retomada

A economia mundial segue se recuperando, graças à combinação de maior controle da pandemia e fortes estímulos monetários e fiscais. Nas duas áreas, ainda que as perspectivas sejam positivas, as incertezas são muitas e ainda restam vários obstáculos pelo caminho.

Globalmente, desde meados de julho os números de novos casos e de novas mortes por semana parecem ter se estabilizado. Descendo ao nível de país, porém, há dinâmicas bem distintas. Nos países mais pobres, como a Índia, a pandemia segue se alastrando, entre outras coisas por ter lá começado mais tarde. Nos países de renda média e, principalmente, entre as economias avançadas, o pior momento da pandemia parece ter ficado para trás.

Isso ajuda a explicar por que o ritmo e a forma da recuperação econômica não têm sido uniformes nos diversos países. Nos desenvolvidos, a Europa deve mostrar melhores resultados, pois, além de estar em um ciclo mais avançado da pandemia, a região tem se destacado pela capacidade de controle dos novos focos e de rastreamento. Porém, em alguns países, como Espanha e Alemanha, o avanço no número de novos casos diários preocupa. Nos EUA, após sofrer uma queda do PIB de 9,5% no segundo trimestre, em relação ao trimestre anterior, os dados de alta frequência de julho mostram que a economia está perdendo fôlego, devido aos surtos de vírus em vários estados. Nas últimas semanas, no entanto, houve uma desaceleração no número de novos casos diários.

Em termos setoriais, a recuperação da economia mundial tem sido liderada pela indústria e pelo comércio, com a retomada do setor de serviços ainda limitada pelas medidas de distanciamento social. Porém, mesmo nos serviços os indicadores mostram uma recuperação desde o pior momento em abril.

Do ponto de vista da economia mundial, o impacto da pandemia deve continuar cadente, não devendo impedir uma significativa expansão do PIB no terceiro trimestre. Assim, ainda que se receie uma nova onda no outono do hemisfério norte, época de alta incidência de vírus da gripe, essa não levará a novos fechamentos generalizados.

Olhando mais para a frente, porém, muito vai depender da boa gestão da política macroeconômica. Até aqui, os estímulos surpreendentemente fortes, tanto na área monetária como, principalmente, fiscal, foram chaves para tecer uma rede de proteção social e evitar uma recessão mais profunda. A Europa também se destacou nesse item, pela intensa coordenação nas políticas de estímulos fiscais. Já nos EUA, ainda que os estímulos tenham sido ainda maiores do que na Europa, a demora no acordo sobre a renovação das políticas de estímulo e um ambiente político conturbado, devido às eleições presidenciais, podem impedir uma aceleração mais rápida da atividade no país.

As indefinições sobre a manutenção das políticas de estímulos nos EUA permanecem no radar dos investidores. No segundo trimestre, o governo liberou mais de US\$ 500 bilhões em

transferências às famílias, um estímulo essencial para evitar uma queda ainda mais acentuada do consumo no período. A falta de acordo entre os partidos gera incertezas sobre a retomada do consumo das famílias, pois o mercado de trabalho continua muito fragilizado. Mesmo com o número de pedidos semanais do seguro-desemprego tendo caído abaixo de 1 milhão na primeira semana de agosto, pela primeira vez desde março, a taxa de desemprego foi de 10,2% em julho, nos dados com ajuste sazonal.

Nesse contexto, a intensificação das tensões entre EUA e China nas últimas semanas, com uma nova rodada de sanções entre os países, também não ajuda. Os EUA têm imposto novas sanções às empresas chinesas e, recentemente, as restrições à Huawei foram ampliadas, com o objetivo de limitar o acesso da gigante de telecomunicações chinesa à tecnologia americana.

Na América Latina, o desafio é ainda maior, pois além de estar com níveis elevados no número de novos casos de Covid-19, a pressão por mais gastos fiscais se intensifica. O espaço fiscal para essas políticas é, porém, muito mais limitado na região. E esse é o caso do Brasil.

Seguindo a tendência mundial, os dados brasileiros apontam uma recuperação ainda bem incipiente do setor de serviços, com destaque negativo para os serviços prestados às famílias, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) e do Monitor do PIB do IBRE. O PIB deve se contrair 8,8% no segundo trimestre em relação ao primeiro. Em termos acumulados, a queda do primeiro semestre será de 11,1%, recorde histórico, de acordo com os dados do Monitor do PIB, com estimativas de PIB trimestral desde 1980.

Para julho e agosto, as sondagens do IBRE também indicam que o processo de retomada da atividade continua. Em particular, a prévia do Índice de Confiança Empresarial, que agrega os quatro principais setores da economia (indústria, serviços, comércio e construção civil), avançou de 87,5 para 93,3 pontos em agosto. No entanto, a recuperação da confiança empresarial também não tem sido homogênea entre os setores, sendo mais consistente na indústria e no comércio do que nos serviços e na construção. Além disso, a prévia do Índice de Confiança do Consumidor recuou de 78,8 para 75,8 pontos no período, permanecendo bem aquém do valor de 87,8 pontos, registrado em fevereiro.

Segundo estimativas do IBRE, o cenário de retomada deve se manter nos próximos meses, mas em ritmo mais gradual, em função da cautela dos consumidores, em um contexto de mercado de trabalho muito fragilizado. Estimamos que a taxa de desemprego no mês de junho tenha atingido 14,2%, bem acima dos 13,3% obtidos pela PNAD-C para a média do segundo trimestre. Adicionalmente, o fim dos estímulos fiscais deve gerar uma redução na massa ampliada de rendimentos, limitando o crescimento do consumo das famílias.

Com relação aos estímulos monetários, o Banco Central, após cortar a Selic para 2,0%, apontou que nesse nível os juros já estão em baixo patamar. No todo, a autoridade monetária preconiza cautela nos próximos passos, ainda que prescrevendo Selic nesses níveis reduzidos até que a

inflação volte a convergir para a meta. Outro destaque na mensagem do BC é que cortes adicionais de juros não foram descartados mas, se acontecerem, devem ser bem restritos e dependentes da trajetória fiscal.

Em um cenário de deterioração fiscal não será possível manter a taxa de juros no patamar atual. E o risco de um cenário desses se intensificou nas últimas semanas, devido às pressões para aumento dos gastos sociais e dos investimentos públicos. Esperamos déficit primário de 13,4% do PIB para 2020, com a dívida bruta alcançando 96% do PIB ao final do ano. É importante destacar que essas previsões não contemplam uma extensão do auxílio do auxílio emergencial a partir de agosto, que está em discussão no Congresso.

Ainda há muita incerteza sobre o cenário para as contas públicas em 2021. A proposta orçamentaria do governo federal deverá ser enviada ao Congresso Nacional até o dia 31 de agosto e será necessário contingenciar outros gastos para abrir espaço para mais gastos sociais, se for para cumprir as restrições impostas pela emenda constitucional do teto dos gastos. O conflito distributivo no Brasil está latente, pois há uma demanda da sociedade por mais gastos sociais, mas os recursos estão cada vez mais escassos. De acordo com o relatório do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) de 2019,<sup>1</sup> há muito desperdício e ineficiência na despesa pública no Brasil, representando um custo de até US\$ 68 bilhões por ano (R\$ 378 bilhões ao câmbio atual). Ou seja, qualquer discussão sobre a ampliação de programas deveria ocorrer a partir da redução de gastos que são ineficientes e não trazem benefícios para a sociedade.

Em quase toda parte, o custo fiscal dos estímulos adotados no combate à pandemia é imenso e, por isso mesmo, insustentável. A reversão desses estímulos não será simples, e não só pela questão política. A redução do déficit público terá efeito contracionista relevante, que pode abortar a recuperação em curso, se não for compensada pela retomada da demanda doméstica. Por outro lado, o aumento da dívida pública pode ser insustentável e/ou causar uma crise econômica ainda mais séria. Esse é o caso do Brasil, onde o setor público entrou na pandemia muito endividado e com déficit nas contas públicas. Consequentemente, o ritmo de recuperação da economia brasileira permanece incerto, devido às incertezas fiscais e à dificuldade de dar aos agentes econômicos uma razoável visibilidade sobre que política econômica irá prevalecer nos próximos anos.

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, notamos que os dados de junho mantiveram a tendência verificada em maio: por um lado, o cenário é mais positivo para a indústria e o comércio varejista, este com forte recuperação; por outro, o consumo de serviços permanece

<sup>1</sup> “Melhores gastos para melhores vidas: Como o Brasil e a região podem fazer mais com menos. BID, 2019.



bastante contraído. Esses resultados sugerem um cenário para o PIB do segundo trimestre marginalmente melhor que o antes esperado. Projetamos retração de 10,6% na comparação interanual e de 8,8% na margem. Para o ano de 2020, nosso cenário é de queda de 5,4%. Apesar da avaliação relativamente mais positiva no curtíssimo prazo, esperamos uma recuperação mais lenta a partir do quarto trimestre, que se estenderá ao longo do próximo ano. Projetamos crescimento de apenas 2,4% em 2021, isto é, sem recuperar nem metade do que foi perdido de PIB este ano. O mercado de trabalho pressionado e as nossas restrições fiscais serão fatores decisivos nesse processo. [\(Seção 1\)](#)

2. Na seção sobre confiança, os indicadores mostram caminhos distintos na prévia de agosto. Enquanto a confiança empresarial continua mostrando sinais de recuperação, os consumidores sinalizam muita preocupação, principalmente em relação aos próximos meses. Pelo lado empresarial, a confiança da indústria vem reagindo mais rápido, enquanto os serviços encontram muitas dificuldades. Já quanto aos consumidores, a piora das expectativas parece estar relacionada à incerteza sobre a continuidade dos auxílios do governo e sobre a evolução futura do mercado de trabalho. A expectativa para os próximos meses é de continuidade da retomada da confiança, mas em ritmo cada vez menos intenso e ainda com oscilações, enquanto a incerteza continuar em patamar elevado. [\(Seção 2\)](#)

3. Na seção sobre mercado de trabalho, dados recentes da PNAD Contínua mostram nova alta da Taxa de Desocupação, que chegou ao seu maior nível na série com ajuste sazonal. O Caged, por sua vez, apresentou queda do número de empregos formais de pouco mais de 10 mil postos de trabalho, surpreendendo positivamente em relação às projeções do Ibre/FGV e do mercado, que apontavam para o fechamento de cerca de 220 mil vagas. Esse resultado se explica novamente pela redução no número de desligamentos. Discute-se a intensidade do descompasso das séries de emprego formal na PNAD Contínua e no Caged, para o qual as mudanças metodológicas e um possível atraso na comunicação dos desligamentos podem ser explicações plausíveis. A PNAD Covid-19, por sua vez, apresenta queda dos empregos formais em junho fortemente acima do Caged, e um pouco abaixo da PNAD Contínua mensalizada. Em relação ao emprego total, a PNAD Covid-19 semanal não apresenta qualquer recuperação do volume de ocupações em julho, enquanto o número de desocupados cresceu, puxado pelo aumento da Taxa de Participação, o que deve pressionar a Taxa de Desocupação nos próximos meses. [\(Seção 3\)](#)

4. Com relação à inflação, houve aceleração no caso de preços ao produtor, em razão da incerteza que paira no cenário doméstico e internacional, que vem contribuindo para que fontes de pressão avancem na direção de bens finais. Por outro lado, a retração da economia e o desemprego vêm freando o consumo, ajudando a conter repasses aos preços ao consumidor. Portanto, os riscos para um cenário base de inflação abaixo da meta em 2020 são pequenos. Mais adiante, a instabilidade do câmbio e a continuidade da recuperação econômica podem

provocar maior pressão sobre os preços e uma convergência mais rápida da inflação à meta. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, nosso analista avalia que é nítida a cautela com que o Copom acrescentou o *forward guidance* à sua caixa de instrumentos de política monetária. O enfoque adotado é condicional, ou seja, perderá a validade no caso de determinadas hipóteses não se concretizarem. Esse novo mecanismo tem sido útil em outras economias, nas ocasiões em que os bancos centrais desejam influenciar as expectativas de mercado acerca do comportamento futuro dos juros de política monetária. O BC certamente reconhece a especial dificuldade de influenciar a inclinação da curva de juros no Brasil, especialmente em um momento como o atual, em que preocupações fiscais contribuem para elevar os prêmios de risco embutidos nos juros mais longos. De qualquer modo, nosso analista argumenta que a chegada de um novo instrumento monetário deve ser vista com algum entusiasmo, e pode ter aberto o caminho para a utilização de um recurso com potencial de nos ser útil. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção fiscal, mostra-se a atualização do cenário das contas públicas. De abril a julho, o impacto fiscal primário previsto das medidas confirmadas contra a Covid-19 subiu de R\$ 265 bi para R\$ 525 bi, mesmo sem levar em conta tributos postergados e cujo pagamento é incerto. Cabe destacar dois canais pelos quais se deu esse aumento: a aprovação de medidas antes em discussão (como o auxílio emergencial aos estados) e a percepção de que os gastos que já haviam sido aprovados seriam insuficientes (como a expansão do auxílio emergencial). Isso explica as expectativas de déficit primário (12,8% do PIB para governo central e 13,4% do PIB para setor público) e dívida (DBGG em 95,9% do PIB) terem aumentado para o ano corrente. Para 2021, permanecem importantes indefinições. As restrições impostas pelo teto dos gastos contrastam com o anseio de mais investimento público e de manutenção de gastos contra efeitos da Covid-19. Assim, o governo brasileiro precisa decidir como vai (e se vai) harmonizar esses anseios com a necessidade de ajuste fiscal e a sustentabilidade das contas públicas. [\(Seção 6\)](#)

7. Com relação ao setor externo, a crescente importância da China explica a Ásia ter sido o destino de quase a metade das exportações brasileiras (49,1%) no acumulado do ano até julho. Em adição, a China foi a principal fonte de contribuição para o superávit da balança comercial, seja no mês ou no acumulado do ano até julho. O país é o principal destino dos sete principais produtos exportados pelo Brasil. Evitar tensões com a China continua na prioridade da política comercial brasileira. Também chamou atenção o aumento nas exportações da indústria de transformação, mas o resultado está associado ao desempenho favorável das commodities presentes no setor. A pauta das exportações da indústria de transformação se “commoditizou”. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, nosso analista discute que há inúmeras diferenças entre a grande crise financeira global (GCFG) e a atual. Na atual crise, houve perda de produto em função da parada súbita da atividade econômica produzida pela política de distanciamento

social. Parte substantiva da perda foi socializada na forma de elevação da dívida pública. Parte foi absorvida pelas famílias e empresas na forma de queda de renda. No entanto, o dado de poupança das famílias sugere que a compensação do setor público foi mais do que suficiente para garantir o consumo desejado das famílias. Assim, as famílias acumularam depósitos nos bancos comerciais. Na atual crise, os depósitos têm um comportamento totalmente diverso do observado na GCFG. Há décadas sabemos que não há uma relação mecânica entre as dinâmicas da inflação e dos agregados monetários. Adicionalmente, sabemos que inflação depende essencialmente de inércia, expectativas, câmbio e grau de ociosidade da economia. Estimativas que incorporam esses quatro fatores indicam que, para as medidas de núcleos da inflação, devemos observar quedas no segundo semestre. Se essas quedas não ocorrerem, é sinal de que algo de novo se passa com os preços. [\(Seção 8\)](#)

9. No Observatório Político, nosso analista convidado avalia que nem tudo que temos vivido neste ano é sem precedentes. Qual seria o precedente para o primeiro semestre de 2020, agora que se sabe que Bolsonaro, em maio, decidiu enviar tropas ao Supremo Tribunal Federal, após ter ameaçado várias vezes o Congresso Nacional desde o começo do ano? O primeiro e único ano da fracassada presidência de Jânio Quadros, em 1961. Tal qual Jânio, Bolsonaro ameaçou, mas não logrou vergar as instituições. Após ter uma visão apurada do precipício com a prisão de Fabrício Queiroz no dia 18 de junho, o presidente se aproximou do Centrão, parou de fazer ameaças às instituições e moderou seu linguajar. Qual seria o precedente da mutação iniciada há dois meses? Fernando Collor no segundo ano do seu mandato, em 1991. O auxílio emergencial salvará Bolsonaro das agruras por que continuou a passar Collor até sua queda em outubro de 1992? O auxílio tem gerado um choque positivo de bem-estar econômico para a população de baixa renda, tal qual o Plano Cruzado I em 1986 e o Plano Real em 1994. A questão é saber se esse choque terá um caráter artificial e passageiro como o Cruzado ou estrutural e duradouro como o Real. Se o auxílio emergencial se assemelhar ao Real, cenários otimistas se abrirão para a sobrevivência e reeleição de Bolsonaro. Porém, se pender para o Cruzado, Collor em 1992 voltará a ser um possível precedente para Bolsonaro. [\(Seção 9\)](#)

10. E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria da pesquisadora Juliana Damasceno, o tema é a volta da CPMF em meio à reforma tributária. [\(Seção 10\)](#)

**Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos**

## 1. Atividade Econômica

### Recuperação do consumo de bens suaviza queda da atividade econômica no segundo trimestre

Os dados da atividade econômica de junho seguiram a mesma tendência verificada em maio: por um lado, o cenário é mais positivo para a indústria e há forte recuperação do comércio varejista. Por outro, o consumo de serviços permanece bastante deteriorado.

O processo de recuperação heterogêneo entre os setores é bastante característico da crise atual. As políticas de compensação de renda anunciadas pelo governo mais do que compensaram a queda da renda do trabalho, de modo que a massa ampliada de rendimentos deve crescer no segundo e terceiro trimestres, na comparação com o mesmo período do ano anterior. Tudo indica que essas políticas tiveram papel fundamental na sustentação do consumo de bens verificado nos últimos meses. O consumo de serviços, por outro lado, ainda está longe de retomar o patamar pré-crise, em especial os serviços prestados às famílias que incluem alimentação fora de casa, hospedagem e recreação, entre outros.

As características muito particulares da crise atual tornam fundamental acompanhar cuidadosamente essas dissonâncias setoriais, visto que o setor de serviços, o mais afetado pela crise e cuja recuperação tem sido excessivamente lenta, responde por mais de 70% do valor adicionado da economia.

Esses resultados corroboram um cenário marginalmente melhor que o esperado anteriormente para o PIB do segundo trimestre. Projetamos retração de 10,6% na comparação interanual e de 8,8% na margem (ante estimativa prévia de -10,8% AsA e -9,0% TsT). Para o ano de 2020, nosso cenário é de queda de 5,4%, como mostra a Tabela 1.

A incerteza sobre a evolução da atividade econômica concentra-se no quarto trimestre, diante do cenário de não extensão do auxílio emergencial. Projetamos que a massa ampliada de rendimentos (que inclui, além da massa de rendimentos do trabalho, benefícios de proteção

**Tabela 1: PIB: Projeções**

Atividades	2020.II (TsT)	2020.II (AsA)	2020
Consumo das Famílias	-10,7%	-11,7%	-7,2%
Consumo do Governo	-1,0%	-1,0%	0,0%
Investimento	-23,3%	-22,0%	-13,5%
Exportação	3,3%	3,0%	1,9%
Importação	-7,3%	-8,3%	-13,8%
<b>PIB</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>-5,4%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,1%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-12,9%</b>	<b>-14,4%</b>	<b>-7,7%</b>
Extrativa	-2,9%	4,3%	0,7%
Transformação	-18,5%	-20,9%	-10,9%
Construção Civil	-9,9%	-15,5%	-9,5%
Eletricidade e Outros	-5,0%	-6,2%	-2,6%
<b>Serviços</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-4,3%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

social, previdenciários e as atuais políticas de compensação de renda) se retrairá em 5,2% no quarto trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior. O fim brusco das medidas de auxílio deve gerar desaceleração do processo de recuperação no final do ano.

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 grande contingente de pessoas. A PMS retratou um cenário dramático para os serviços prestados às famílias no segundo trimestre, período no qual houve retração de mais de 60% nessa categoria em relação ao ano anterior.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve se retrair em 10,7% TsT (-11,7% AsA) no segundo trimestre, e 7,2% no ano. Ou seja, mesmo com os expressivos auxílios prestados pelo governo, que sustentam a massa ampliada de rendimentos no período, a forte queda do consumo das famílias deve ser explicada, em grande parte, pela redução do consumo de serviços. Isto é, o principal motor do crescimento após a última recessão será o grande impactado na crise atual.

O investimento, por sua vez, deve cair impressionantes 23,3% TsT (-22,0% AsA) no segundo trimestre, e 13,5% 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 30,8%. Mesmo com o impulso gerado pelas plataformas importadas, nossas estimativas apontam para o pior desempenho do investimento em pelo menos 25 anos.

Apesar da avaliação relativamente mais positiva no curtíssimo prazo, esperamos uma recuperação mais lenta a partir do quarto trimestre, que se estenderá 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. Nesse cenário, haveria crescimento de apenas 0,9%,<sup>2</sup> em média, por trimestre. Considerando a severidade da crise atual, essa será uma recuperação bastante lenta. O mercado de trabalho pressionado e as nossas restrições fiscais serão fatores decisivos nesse processo. 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.

***Silvia Matos e Luana Miranda***

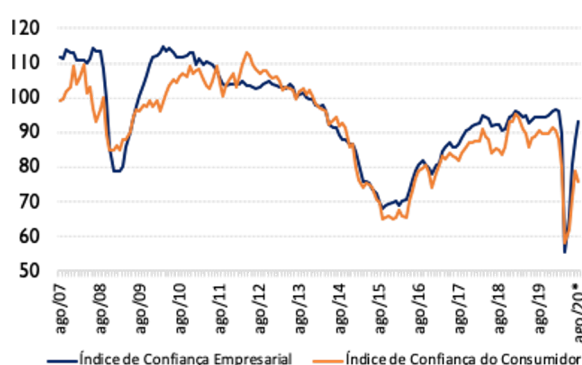
<sup>2</sup> Este número se refere a taxa de crescimento média por trimestre em relação ao período imediatamente anterior, com ajuste sazonal. A taxa de crescimento interanual média é estimada em torno de 2,4% por trimestre.

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Confiança empresarial reage, mas consumidores se mostram cautelosos

A confiança de empresários e consumidores seguiu em julho a trajetória de recuperação iniciada em maio. Mas a prévia de agosto, divulgada dia 14 deste mês pelo FGV IBRE, mostra os indicadores caminhando em sentidos opostos. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) subiu 5,8 pontos, aproximando-se do patamar pré-pandemia, enquanto o Índice de Confiança dos Consumidores (ICC) caiu 3,0 pontos, reforçando a tendência de descolamento dos dois índices, e a leitura de que os consumidores estariam ainda muito preocupados com os desdobramentos da crise.

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



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Um aspecto positivo foi a melhora mais expressiva da percepção sobre o momento presente, refletida na alta de 8,0 pontos do ISA Empresarial, sinal de aceleração da retomada econômica. A recuperação da confiança empresarial, contudo, não tem sido homogênea entre os grandes setores. Incluindo dados da prévia de agosto, a confiança industrial já teria recuperado 93,5% e o comércio, 91%, das perdas do bimestre março-abril. No extremo oposto, Construção e Serviços continuam com mais dificuldades (recuperações de 73,4% e 72,7%, respectivamente).

O que explicaria uma volta tão rápida da confiança da indústria diante de um cenário desafiador?

A alta mais expressiva da confiança industrial pode ser observada em outros países. Dados dos Barômetros Coincidentes Globais da FGV KOF mostram que o setor tem se destacado neste período de recuperação. Entre os motivos que podem estar contribuindo para esse fenômeno há o redirecionamento do consumo para bens em detrimento de serviços, cuja oferta tornou-se dificultada ou até impossibilitada pelas medidas de isolamento social.

Além disso, apesar da queda forte da confiança industrial no bimestre março-abril, essa recessão apresentou outro componente diferente de outras: a necessidade de fechamento temporário das fábricas parece ter contribuído para que o nível dos estoques tenha se mantido relativamente estável.



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

	Prévia de agosto			Distância em pontos para fev/20		
	Confiança	Situação Atual	Expectativas	Confiança	Situação Atual	Expectativas
Indústria	98,6	97,5	99,8	-2,8	-3,4	-2,0
Serviços	82,6	75,0	90,4	-11,8	-15,2	-8,5
Comércio	96,3	102,6	90,0	-3,5	10,0	-17,0
Construção	85,7	79,9	91,9	-6,9	-6,5	-7,1
<b>Empresarial</b>	<b>93,3</b>	<b>87,7</b>	<b>94,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-8,0</b>
<b>Consumidor</b>	<b>75,8</b>	<b>71,0</b>	<b>80,0</b>	<b>-12,0</b>	<b>-9,9</b>	<b>-13,2</b>

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Outro ponto a destacar é que o nível de confiança industrial anterior à pandemia era ainda referente a uma recuperação gradual, distante de uma situação característica de períodos de forte expansão. E ressalve-se ainda que o avanço não é inteiramente disseminado entre as categorias de uso. Os produtores de bens de capital, por exemplo, têm apresentado dificuldades.

A confiança dos consumidores, por sua vez, tem se apresentado como um desafio maior neste momento de retomada, ao recuperar apenas 59% das perdas no começo da pandemia. E isso vindo de um nível que era ainda considerado baixo em termos históricos. Na prévia de agosto, houve piora das expectativas, influenciada pelas avaliações das famílias de renda mais baixa, um movimento que parece sugerir uma preocupação em relação ao final do período de auxílio emergencial e de medidas de apoio às empresas, levando à queda da renda e a uma possível piora no mercado de trabalho. Dados preliminares de um quesito especial da pesquisa de agosto mostram que metade dos respondentes se sentem muito afetados pela pandemia e que a preocupação com as finanças é mais intensa nas faixas de renda mais baixas.

Os níveis de incerteza medidos pelo Indicador de Incerteza da FGV IBRE continuam muito elevados, registrando 161,7 pontos na prévia de agosto, um fator que vem dificultando a recuperação, principalmente dos segmentos que são dependentes de maior confiança das famílias.

A expectativa para os próximos meses é de continuidade da tendência de melhora da confiança, porém em ritmo menos intenso e de forma heterogênea entre os setores. Enquanto persistir a

dificuldade em se controlar a pandemia, tenderá a persistir cautela por parte de empresários e, principalmente, dos consumidores.

*Aloisio Campelo, Renata de Mello Franco, Rodolpho Tobler*

### 3. Mercado de Trabalho

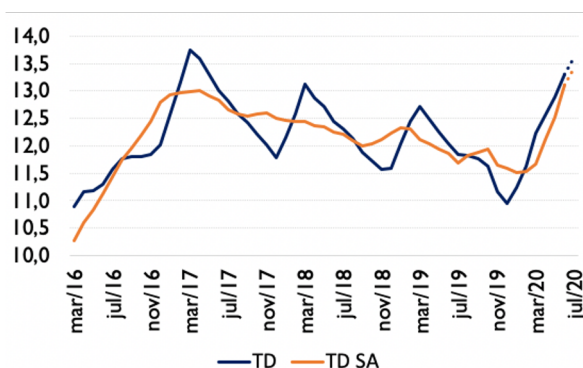
#### Revisão das projeções de mercado de trabalho segue evidências de que redução da jornada de trabalho suaviza o impacto da atividade sobre população ocupada

A taxa de desemprego da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do trimestre terminado em maio de 2020 registrou o nível de 13,3%, crescendo 1,3 ponto percentual em relação ao trimestre móvel do ano anterior e 0,5 em relação ao último mês na série com ajuste sazonal, que chegou ao seu maior nível desde o início da divulgação da série. O indicador veio acima do projetado pelo Ibre/FGV e ao esperado pela mediana dos analistas. Para julho, espera-se uma alta para 13,6%, que significará um novo aumento de 0,3 ponto percentual em relação ao mês anterior na série com ajuste sazonal.

O Caged, por sua vez, após acumular elevadas quedas entre março e maio, com pico negativo em abril, registrou em junho o fechamento líquido de menos de 11 mil empregos formais. Tal queda foi significativamente abaixo do projetado pelo Ibre-FGV (-220 mil) e pela mediana dos analistas (-200 mil).

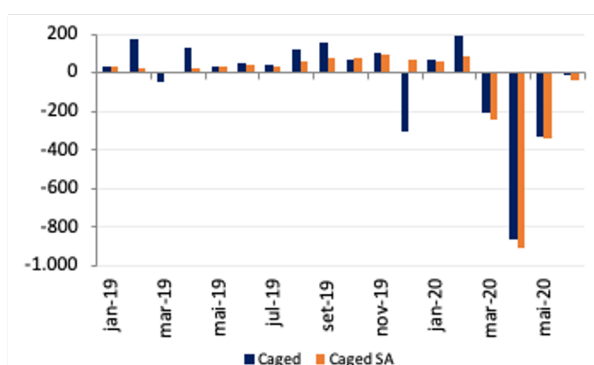
O saldo menos negativo se explicou, novamente, pela redução dos desligamentos, que caíram de pouco mais de 1 milhão em maio para pouco mais de 900 mil no mês seguinte. O Gráfico 4 mostra que a diferença de admissões entre maio e junho se comportou de forma razoavelmente homogênea e parecida com a

**Gráfico 2: Taxa de Desemprego - 2019-20 (%)**



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

**Gráfico 3: CAGED 2019-20 (milhares de pessoas)**



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



Agosto de 2020

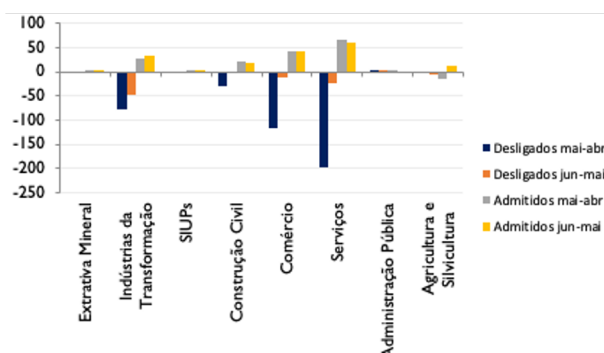
diferença entre os os meses imediatamente anteriores. Já a diferença dos desligamentos, por outro lado, se concentrou em junho na indústria de transformação, que demitiu 50 mil a menos do que em maio.

Em que pese o bom resultado do Caged na ponta, no segundo trimestre de 2020 se observou um intenso descompasso entre as séries de emprego com carteira assinada medidas pelo Ministério do Trabalho e pela PNAD Contínua, do IBGE. Ainda que desvios entre ambas séries fosse algo já bem documentado, desde 2012, quando começou a ser divulgada a PNADC, jamais o saldo de empregos com carteira assinada nas séries dessazonalizadas (e trimestralizada, no caso do CAGED) entre ambas fontes tinha registrado tamanha diferença, tal como mostra o Gráfico 5.

Há algumas hipóteses que podem explicar o aumento do ruído entre ambas as séries. A primeira possibilidade é relativa à mudança de metodologia de captação, ocorrida tanto no Caged, em janeiro de 2020, quanto na PNADC, em março de 2020. Enquanto, para o primeiro, as empresas passaram a notificar seus registros de contratações e desligamentos pelo e-social, na segunda os pesquisadores do IBGE passaram a realizar as entrevistas por telefone. Tais mudanças podem explicar parte do alargamento do desvio entre as duas mensurações, possivelmente explicado também por mudanças ainda não captadas pelo modelo relativas à sazonalidade.

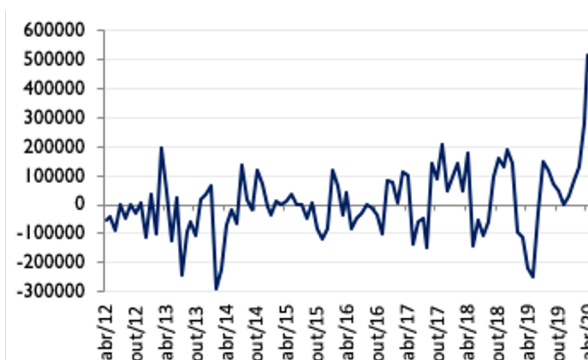
Outra explicação plausível para o resultado melhor no Caged em relação à PNADC é o possível atraso no registro dos desligamentos nas empresas. Esse fenômeno pode se dar tanto devido à

**Gráfico 4: Diferença entre Meses dos Desligamentos e Admissões no Caged em 2020**



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

**Gráfico 5: Diferença do Saldo de Empregos com Carteira Assinada entre Caged e PNAD Contínua (trimestre móvel) – séries dessazonalizadas**



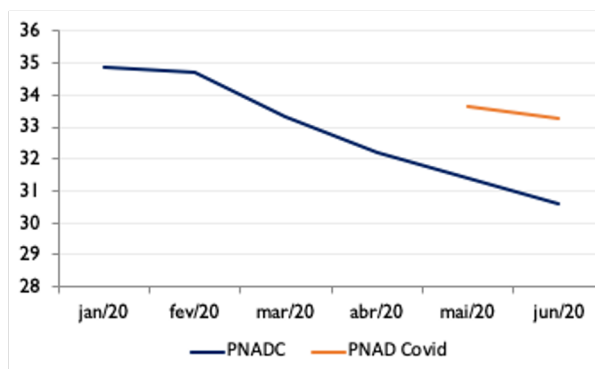
Fontes: PNADC (IBGE) e CAGED (MTE) – considerados na PNADC empregados com carteira assinada no setor privado e público, exclusive empregados domésticos.  
Elaboração: IBRE/FGV.

provável suspensão das atividades de muitas empresas devido à pandemia, quanto à própria dificuldade de algumas na adaptação para o registro no e-social.

A PNAD Covid-19, por sua vez, que está já em sua segunda edição mensal, mostra uma queda do nível de ocupados com carteira assinada (excluindo empregados domésticos) de 36,7 milhões em maio para 36,3 milhões em junho, um saldo negativo de aproximadamente 400 mil entre um mês e outro, e que é consideravelmente mais elevado do que no Caged. Por outro lado, adotando a série mensalizada da PNADC, construída por Martins, Peruchetti e Duque (2020), percebe-se uma intensidade maior da PNADC no fechamento de empregos formais em relação à PNAD Covid.

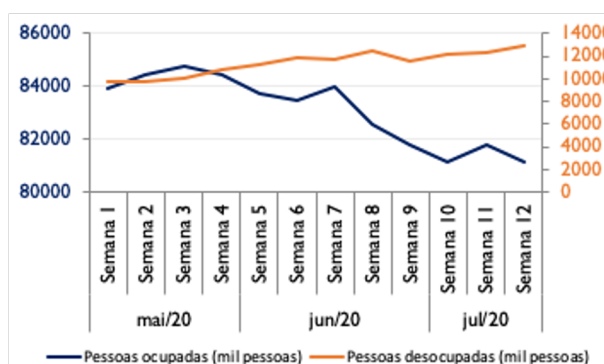
Em relação às ocupações totais, a PNAD Covid-19 semanal, que já está na terceira semana de julho de 2020, ainda não mostra sinais de recuperação do emprego. Por outro lado, os desocupados continuam em alta, puxados pela elevação da taxa de participação nas últimas semanas, movimento que deve ter continuidade nos próximos meses, pressionando a Taxa de Desocupação.

**Gráfico 6: Empregos com Carteira Assinada entre PNAD Covid e PNAD Contínua (mensalizada)**



Fontes: PNADC e PNAD Covid – considerados empregados com carteira assinada no setor privado e público, exclusive empregados doméstico. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 7: Ocupação e Desocupação na PNAD Covid-19 Semanal**



Fonte: PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

**Daniel Duque**

## 4. Inflação

**Inflação ao produtor acelera, mas risco de transmissão ao consumidor é ainda pequeno no curto prazo**

Desde o início da crise motivada pela pandemia de Covid-19, a distância entre a inflação ao produtor e a inflação ao consumidor triplicou. Em fevereiro, a inflação ao produtor, medida

pelo IPA/FGV, acumulava em 12 meses alta de 7,7%, enquanto o IPCA estava em 4,0%. De lá para cá, embalada pela desvalorização cambial de mais de 20% entre fevereiro e julho, a taxa do IPA subiu a 14,3%, enquanto o IPCA do IBGE recuou a 2,3%. Essa diferença de 12 pontos percentuais é a maior desde 2008, ocasião em que o IPA acumulava alta de 18,9%, contra 6,4% do IPCA.

Observando o IPA por estágios de processamento, percebe-se que a maior contribuição para o distanciamento desse índice em relação ao IPCA é dada pelas Matérias-Primas Brutas, classe que acumula alta de 29,5% nos últimos 12 meses. Os demais estágios, Bens Intermediários (7,0%) e Bens Finais (7,8%) estão com taxas bem mais modestas.

Entre as Matérias-Primas Brutas, destacam-se - em peso - o Minério de ferro (9,3%) e a soja (6,7%), que respondem conjuntamente por quase metade da ponderação total desse grupo, cujos preços avançaram substancialmente na pandemia. Enquanto a soja subiu 34,8% entre março e julho, o minério avançou 53,1%. Câmbio e demanda chinesa explicam a magnitude desses movimentos.

Afora o comportamento dessas grandes *commodities*, o distanciamento do IPA para o IPCA também pode ser justificado pelo aumento dos preços de combustíveis, a reboque da recuperação do preço do petróleo no mercado internacional. Embora o diesel e a gasolina registrem queda acumulada no ano de 18,5% e 9,1%, respectivamente, seus preços seguem em franca aceleração. Só entre junho e julho, o diesel subiu 27% e a gasolina, 55,2%.

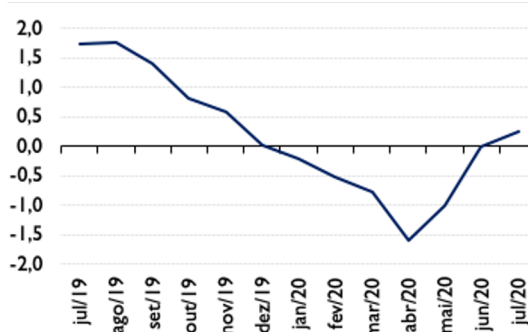
A incerteza que paira no cenário doméstico e internacional também contribui para a magnitude da diferença acumulada entre a inflação ao produtor e ao consumidor. Fontes de pressão, que antes permaneciam limitadas aos preços das matérias-primas, agora avançam na direção de bens intermediários e finais, última parada antes de chegarem ao consumidor.

Entre janeiro e julho, bens intermediários utilizados na produção de bens finais apresentaram aumento relevante. Bobinas de aço avançaram 20%, tubos de aço 13,4%, chassis para ônibus 9,4% e motores para automóveis 6,8%.

Dando um passo à frente, entre os bens finais, estágio de processamento mais próximo dos consumidores, itens relevantes apresentaram alta. Motocicletas subiram 9,4%, bens de consumo duráveis (geladeiras, fogões e lavadoras) 5,5% e automóveis 3,9%.

A retração da economia e o desemprego vêm freando o consumo, ajudando a conter repasses aos preços ao consumidor. Apesar da apatia da economia, os bens duráveis parecem esboçar alguma reação, pressionados por custos. A taxa de variação acumulada em 12 meses para duráveis

**Gráfico 8: Bens Duráveis - IPCA (Var. 12 Meses, %)**



Fonte: Bacen. Elaboração: IBRE/FGV.

ao consumidor permaneceu negativa e em franca desaceleração por longo período, mas nos últimos dois meses esboça uma resposta ao aumento de custos antecipado pelo IPA.

As demais componentes do IPCA, decomposto em bens semiduráveis (-0,8%), serviços (1,5%) e administrados (0,9%) seguem com taxas em 12 meses historicamente baixas, refletindo o reduzido risco de aceleração da inflação no curto prazo. O único grupo na contramão são os bens não duráveis (grupo composto majoritariamente por alimentos), cuja taxa em 12 meses encontra-se em 6,9%.

A estimativa para a inflação de agosto confirma a boa fase dos preços. O IPCA deve fechar este mês com uma taxa em torno de 0,3%, levando a variação acumulada em 12 meses a 2,5%. Apesar da aceleração – a terceira consecutiva –, mantém-se a expectativa de que a inflação encerre o ano abaixo de 2% em função das taxas elevadas do período base no último trimestre. Os riscos para esse cenário base de inflação bem abaixo da meta em 2020 são pequenos. Mais adiante, a instabilidade do câmbio e a continuidade da recuperação econômica podem provocar maior pressão e uma convergência mais rápida à meta.

**André Braz**

## 5. Política Monetária

### *Forward guidance: novo instrumento de política monetária*

Um episódio de grande relevância marcou o início da década de 1990 no Japão: o estouro da bolha de ativos. Uma fase de grande euforia, sustentada por fácil acesso ao crédito e medidas regulatórias inadequadas, levou a economia japonesa a operar com elevadíssimo grau de alavancagem.

Curtos ciclos de modesta recuperação não adquiriram o gás necessário para alterar significativamente o ambiente recessivo provocado pelo referido episódio. A inflação cedeu, o mesmo acontecendo com os juros de mercado. O Banco do Japão afrouxou a política monetária.

No final da década o quadro permanecia adverso. E a deflação se instalou. O Banco do Japão levou o juro básico a zero, assumindo o compromisso de assim o manter enquanto houvesse deflação. Por alguns meses, esse compromisso deixou de valer, mas foi retomado em abril de 2001, com ímpeto renovado. Naquele momento, o BoJ pôs em prática uma política de *Quantitative Monetary Easing* (QMEP). Inaugurava-se, assim, o uso de dois novos instrumentos de política monetária, ao mesmo tempo: o que hoje se conhece por QE e o *forward guidance*.

Economistas que examinaram detidamente os primeiros passos da nova política monetária japonesa, encerrados em 2006, concluíram que o compromisso de manter os juros em zero contribuiu significativamente para reduzir os juros de mercado de prazos médio e longo, dando-se assim algum impulso, ou sustentação, à atividade econômica.

Nos Estados Unidos, entre 2003 e 2006, recurso semelhante à modalidade de *forward guidance* adotada no Japão tornou-se rotina. Na época, era grande a preocupação do Fed (então comandado por Alan Greenspan) com a possibilidade de a economia americana entrar em

deflação. A taxa de *fed funds* foi reduzida para 1,0% a.a., com o compromisso do Fomc de assim a manter “por um período considerável”. Isto se deu em agosto de 2003. Mais tarde, o Fed anunciaria retirada da acomodação monetária “em ritmo comedido” (“at a measured pace”), numa iniciativa igualmente voltada para conter eventuais expectativas adversas no sentido de alta excessiva dos juros de médio e longo prazos.

Não parece haver dúvida de que políticas de *guidance* são para ser usadas apenas em momentos excepcionais. Tais políticas objetivam influenciar as expectativas de mercado acerca do comportamento futuro dos juros de política monetária, concorrendo assim para influenciar a inclinação da curva de juros. Tudo o mais constante, curvas de juros menos inclinadas estimulam a atividade econômica.

Para serem eficazes, tais políticas precisam ser vistas como compromissos críveis. E não é sempre que os banqueiros centrais se sentem suficientemente seguros para de algum modo se comprometerem com determinada estratégia. De maneira geral, eles preferem ficar livres para agir em resposta às novas circunstâncias (ou surpresas) apresentadas pela economia e pelos mercados financeiros. Na verdade, é exatamente esse o motivo pelo qual não é fácil encontrar banqueiro central que concorde em se “amarrar” a alguma fórmula, ou regra, de política monetária.

Por certo, há casos em que se mostra reduzido o espaço para um banco central exercer influência sobre a curva de juros. Em geral, isso ocorre quando os juros futuros embutem elevados prêmios de risco decorrentes de preocupações com a saúde fiscal da economia.

No Copom de agosto, o BC optou por reduzir adicionalmente a taxa Selic para 2,0% a.a., e decidiu incluir o que chamou de “prescrição futura” como “um instrumento de política monetária adicional”. Não deixou de reconhecer as dificuldades de fazer uso desse instrumento em países emergentes, cujas economias são normalmente mais vulneráveis e mais sujeitas a choques externos do que as desenvolvidas.

Levando em conta tais dificuldades, os dirigentes do BC adotaram um enfoque condicional, e assimétrico, assim expresso: satisfeitas as condições necessárias, “o Copom não elevaria a taxa de juros, mas poderia reduzi-la”. Tal compromisso vale apenas na hipótese de as expectativas e as projeções de inflação (cenário básico) permanecerem abaixo da meta de inflação. A prescrição perderá validade também caso ocorra significativa deterioração da situação fiscal e na eventualidade de desancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

É nítida, portanto, a cautela com que o Copom acrescentou o *forward guidance* à sua caixa de instrumentos de política monetária. Esse novo mecanismo tem tido utilidade em outras economias, inexistindo razão para que não possa ser útil entre nós também, especialmente se conduzido com o já revelado cuidado.

Na certa o BC reconhece o fato de ser especialmente difícil influenciar a inclinação da curva de juros no Brasil devido à forte influência de preocupações fiscais sobre os prêmios de risco embutidos nos juros médios e longos. De qualquer modo, a introdução de um novo instrumento

monetário deve ser vista com certo entusiasmo, e pode ter aberto o caminho para a utilização de um recurso com potencial de nos ser útil.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### **Atualização do Cenário fiscal: impacto das medidas contra Covid-19 sobre o resultado primário e indefinições quanto a 2021**

Os gastos e renúncias de receita do governo para mitigar efeitos da Covid-19 vêm aumentando, com a aprovação de textos antes em discussão e a expansão do orçamento de alguns auxílios. O impacto primário dessas medidas já ultrapassa R\$ 500 bilhões, mas não leva em conta tributos que foram postergados e cujo pagamento é incerto.

Para maior compreensão do atual cenário das contas públicas, é relevante esmiuçar esses pontos, que impactam dívida e resultado primário. Além disso, importa descrever as indefinições para 2021. O Estado brasileiro precisa tomar decisões sobre como o governo vai (e se vai) harmonizar investimentos públicos, gastos contra Covid-19 e sustentabilidade fiscal.

Os esforços na direção do ajuste fiscal foram atrapalhados pela evolução da pandemia do coronavírus. Seus efeitos tornavam clara a necessidade de promover expansão do gasto com saúde e socorro financeiro às pessoas e empresas, desde os primeiros meses da doença no país.

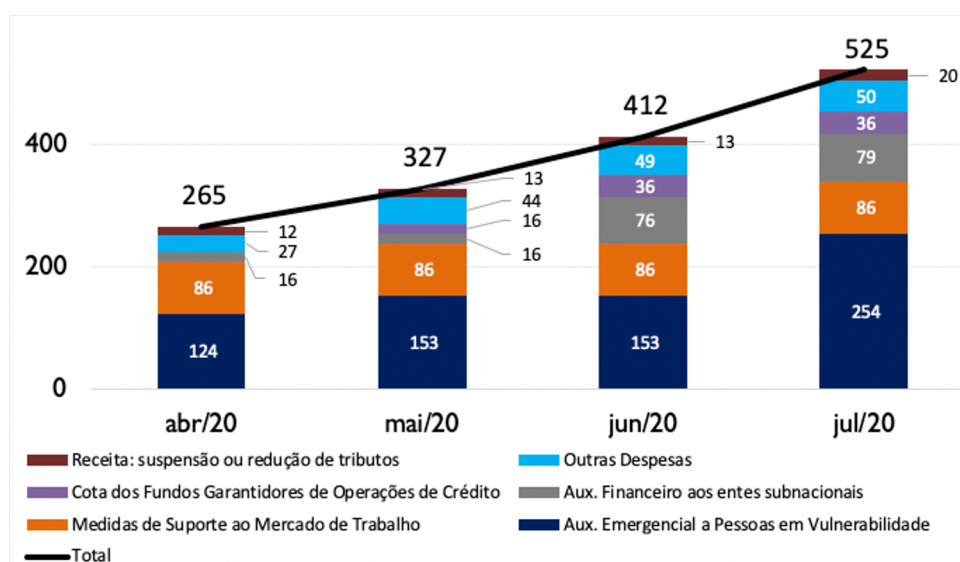
Nos meses seguintes, o impacto dessas medidas sobre o erário ainda passaria por importantes expansões. Destacam-se dois canais para esse aumento. O primeiro foi a aprovação de medidas que antes estavam em discussão. O montante de auxílio financeiro a entes subnacionais, por exemplo, foi de R\$ 16 bi para R\$ 76 bi de maio para junho, com a aprovação do auxílio emergencial a estados e municípios.

O segundo canal foi a percepção de que os gastos que já haviam sido aprovados não seriam suficientes. O orçamento do auxílio emergencial para os informais, por exemplo, passaria por seguidos aumentos, expandindo, como se vê no Gráfico 9, o item auxílio emergencial a pessoas em vulnerabilidade, que foi de R\$ 124 bi em abril para R\$ 254 bi em julho. De abril a julho, o impacto primário previsto das medidas contra a Covid-19 confirmadas foi de R\$ 265 bi para R\$ 525 bi – ver Gráfico 9.

Isso ajuda a entender o fato de as estimativas de déficit primário terem se expandido. Na publicação do Boletim Macro de junho, o déficit do governo central sinalizado era de 9,0% do PIB. Hoje, projeta-se déficit primário do governo central de 12,8% do PIB, com déficit do setor público consolidado de 13,4% do PIB. De igual forma, o cenário de déficit primário alto e contração do PIB não traz boas perspectivas para a dívida. Em 2020, projeta-se que a DBGG alcance 95,9% do PIB.



**Gráfico 9: Impacto Primário confirmado de Medidas contra a Covid-19**  
(acumulado até cada mês, em R\$ bi)



Fontes: Painel de Monitoramento dos Gastos da União com o Combate à Covid-19 da STN. Apresentações do Ministério da Economia. Lei Complementar 173/2020 e diversas resoluções Camex e decretos. Elaboração: IBRE/FGV.

Ressalta-se uma indefinição que pode afetar os cenários das contas públicas em 2020. Para auxiliar empresas a enfrentar os piores meses da pandemia, houve postergação de tributos, afetando principalmente o pagamento de PIS/COFINS, Simples e de contribuição patronal. O montante total orçado só desses diferimentos alcança R\$ 119 bilhões, que seriam pagos em datas no segundo semestre. Todavia, as difíceis condições financeiras em que as empresas se encontram levantam dúvidas sobre o pagamento efetivo desses tributos postergados.

Indefinições também envolvem as expectativas sobre as contas públicas para 2021. O ritmo da recuperação da arrecadação continua sendo influenciado por variáveis não econômicas e difíceis de prever. É o caso da evolução da pandemia do coronavírus.

Além disso, há ainda decisões políticas importantes sobre a manutenção das regras fiscais vigentes e sobre a possibilidade de se abrir exceções a essas regras. As despesas sujeitas ao teto dos gastos só poderão aumentar R\$ 31 bilhões no ano que vem, o que não é condizente com o anseio de mais investimento público e de manutenção de gastos contra os efeitos da Covid-19.

A discutível possibilidade de inclusão dessas despesas em crédito extraordinário,<sup>3</sup> a modificação ou até o fim do teto de gastos estão em pauta e têm dividido a opinião de parlamentares e até de membros do Executivo, entre os diferentes ministérios.

Ocorre que há riscos em abrir exceções às regras fiscais em um contexto de alto endividamento e necessidade de grande ajuste fiscal. Isso poderia afetar a favorável trajetória dos juros nos últimos anos, e colocar em risco a solvência da dívida pública.

Em 2020, boa parte dos gastos contra Covid-19 foram financiados via créditos extraordinários, não sujeitos ao teto. Até julho, 98,9% das despesas primárias previstas com medidas contra Covid-19 confirmadas são via crédito extraordinário. A excepcionalidade do ano vigente fez com que o aumento do déficit primário e do endividamento não abalassem a âncora fiscal que é o teto dos gastos. Isso não será tão simples em 2021. Por isso, coloca-se à política fiscal nacional uma importante decisão: como irá (e se irá) harmonizar a necessidade de ajuste fiscal e a sustentabilidade das finanças públicas com gastos contra a Covid-19 e novos investimentos.

As motivações para esses gastos são razoáveis. Vive-se uma calamidade pública por conta da pandemia e há tendência histórica preocupante de minoração do investimento público. Mas também é preocupante o descumprimento de regras fiscais em um país com alto endividamento e déficit primário do governo central desde 2014, ainda mais se brechas abertas nas regras fiscais por motivos justificáveis forem utilizadas para gastos injustificáveis.

*Matheus Rosa Ribeiro*

## 7. Setor Externo

### **Cresceu o volume exportado da indústria de transformação em julho liderado, porém, pelas commodities do setor<sup>4</sup>**

O saldo da balança comercial de julho foi de US\$ 8,1 bilhões, elevando o superávit acumulado nos sete primeiros meses do ano para US\$ 30 bilhões. O resultado é explicado pela acentuada queda nas importações (35,2% entre os meses de julho de 2019 e 2020) e não por uma melhora nas exportações, que caíram 2,9%.

Os índices de preços e volume seguiram o mesmo comportamento observado em junho. O volume exportado aumentou (14,2%) na comparação interanual em julho, mas a queda nos preços (-15%) levou a redução no valor exportado (Gráfico 10). Nas importações, os dois índices recuaram e a queda do volume foi de 29,7%. O efeito das plataformas de petróleo só afetou as importações totais e a diferença ficou abaixo de 2 pontos percentuais. No acumulado do ano

<sup>3</sup> Gastos via crédito extraordinário não estão sujeitos ao teto, mas só podem ser realizados sob o argumento de imprevisibilidade, o que é questionável no planejamento dos gastos para o ano que vem. Érida Pinto trata do assunto em: [https://bit.ly/Teto\\_2021](https://bit.ly/Teto_2021).

<sup>4</sup> O texto foi, em parte, extraído do Boletim do Comércio Exterior (ICOMEX) elaborado pelo IBRE/FGV e disponível em [www.portallibre.fgv.br](http://www.portallibre.fgv.br).

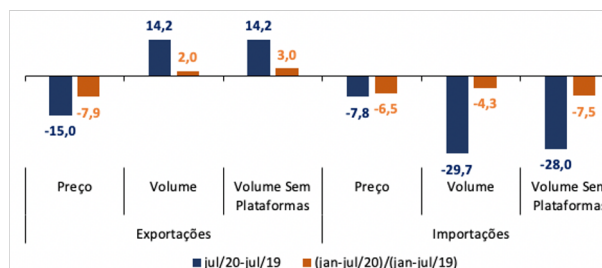


até julho, porém, o resultado com ou sem as plataformas não pode ser desconsiderado, em especial nas importações. A redução no volume importado sai de 4,3% para 7,5%.

O aumento no volume das exportações de *commodities* continua a explicar o desempenho favorável das exportações. Observa-se que, ao longo de 2020, a comparação interanual registrou aumento no volume exportado das *commodities* desde março, e queda das não *commodities* desde o início do ano (Gráfico 11). No entanto, percentuais de variação acima de 30% para as *commodities* ocorreram nos meses de junho e julho e, embora devam continuar positivos, é esperada uma desaceleração desse ritmo. Em julho, o volume do conjunto das principais *commodities* exportadas pelo Brasil cresceu 33,1% em comparação com julho de 2019, enquanto o das não *commodities* caiu 11,3%. Essa diferença na comparação do acumulado do ano é também expressiva, aumento de 15,2% das *commodities* e recuo de 18,2% das não *commodities*. Ambos os grupos registraram recuo nos preços exportados.

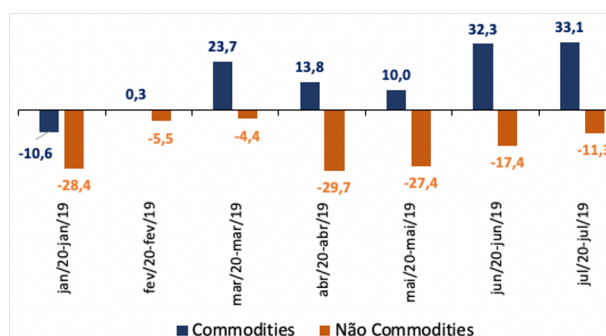
A indústria extrativa registrou aumento de 37,7% entre os meses de julho de 2019 e 2020, o seu melhor resultado no ano, puxado pelo aumento no volume exportado de petróleo, o que superou o resultado para a agropecuária (Gráfico 12). O volume exportado da indústria de transformação cresceu 2,5%, após meses seguidos de contração. No entanto, quando desagregamos os produtos da indústria

**Gráfico 10: Variação (%) nos Índices de Volume e Preço das Exportações e Importações**



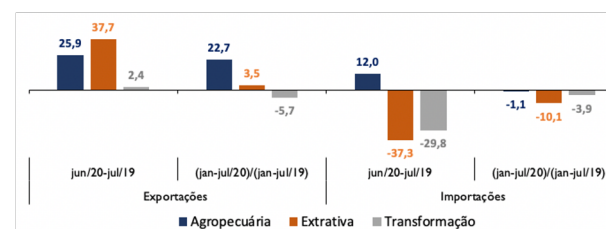
Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV, relatório ICOMEX.

**Gráfico 11: Variação (%) no Volume das Exportações de Commodities e de Não Commodities (mês contra mês do ano anterior)**



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV, relatório

**Gráfico 12: Variação (%) Mensal e Acumulada no Volume das Exportações e Importações por Tipo de Indústria**



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV, relatório ICOMEX.

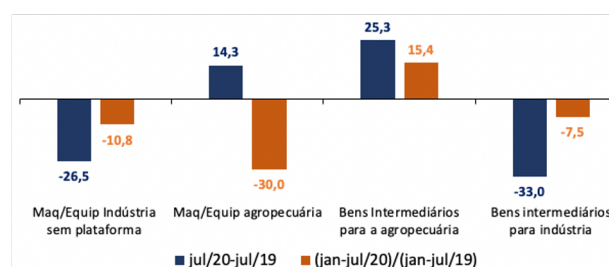
de transformação em *commodities* e não *commodities*, o aumento ficou restrito às *commodities*. O volume exportado das *commodities* aumentou 29,6% e das não *commodities* caiu 13,3%, na comparação interanual de julho. Observa-se uma tendência à “commoditização” na indústria de transformação. No ano de 2019, a participação de *commodities* nas exportações do setor foi de 39% e, no acumulado do ano até junho de 2020, de 46%.

Na comparação do acumulado do ano até julho, a liderança do volume exportado continua com o setor agropecuário. No caso das importações, as quedas ocorrem em todos os setores e períodos, exceto para a agropecuária no mês de julho.

O Gráfico 13 mostra a variação nos volumes importados de máquinas e equipamentos da indústria (sem plataformas) e do setor agropecuário. Para a indústria, a queda nas importações que tem ocorrido ao longo dos meses sinaliza que a recuperação do investimento ainda não está no horizonte, o que é confirmado com o recuo nas compras de bens intermediários. Na agropecuária, embora no acumulado do ano as compras de máquinas tenham decrescido, no mês de julho foi registrado aumento de 14,3%. Os bons resultados para o setor durante o ano criam um cenário de expectativas favoráveis, como mostra o aumento das compras de bens intermediários.

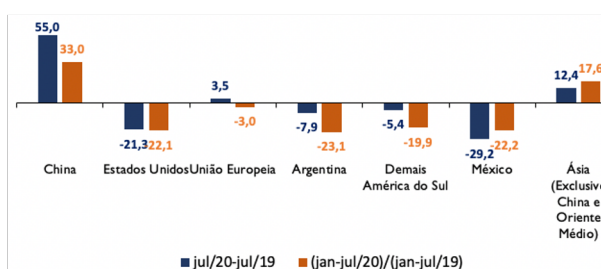
Como já enfatizado no Boletim de julho, a importância da China na pauta brasileira tem sido crescente, impulsionada pelo aumento do volume exportado de *commodities*. Após crescer 51,4% entre junho de 2019 e 2020, o volume exportado registrou uma variação de 55% na comparação interanual de julho (Gráfico 14). Entre os dez principais produtos exportados pelo Brasil no mês de julho, a China é o principal mercado para sete deles.

**Gráfico 13: Variação (%) no Volume Importado das Máquinas/Equipamentos e de Bens Intermediários Utilizados na Agropecuária e na Indústria.**



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV, relatório ICOMEX.

**Gráfico 14: Variação (%) no Volume das Exportações por Mercados de Destino**



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV, relatório ICOMEX.

A crescente importância da China levou a que a Ásia explique quase a metade das exportações brasileiras (49,1%) no acumulado do ano até julho. Em adição, a China foi a principal fonte de contribuição (US\$ 4,5 bilhões) para o superávit da balança comercial, seja no mês ou no acumulado do ano até julho (US\$ 21,9 bilhões). A balança comercial com os Estados Unidos foi superavitária em julho, mas não o suficiente para reverter o déficit acumulado no ano até esse mês, de US\$ 3,1 bilhões.

Os índices de volume e preços dos fluxos de comércio mostraram desempenho similar aos resultados do mês de junho, com uma ressalva. Não esperávamos um crescimento ainda maior no volume exportado para a China do que o observado em junho. Evitar tensões com o país continua na prioridade da política comercial do país.

*Lia Baker Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### Um experimento monetarista

Há inúmeras diferenças entre a grande crise financeira global (BCFG) e a atual. A GCFG foi fruto do próprio funcionamento das economias, enquanto a atual foi causada por um fator claramente exógeno, o vírus.

Na GCFG houve imediatamente enormes perdas do sistema bancário norte-americano e europeu em função da elevada inadimplência dos empréstimos para aquisição da casa própria no segmento de baixa renda, conhecido com *subprime*.

A ação da política fiscal e monetária objetivou limpar os balanços dos bancos. Em bom português, o governo gastou dinheiro para tapar o prejuízo dos bancos. Essencialmente o Tesouro se endividou para transferir dinheiro aos bancos. Esse grande volume de dívida que o Tesouro colocou no mercado foi adquirido pelo Banco Central que emitiu reservas bancárias. O ativo do Banco Central se elevou na rubrica títulos públicos (também adquiriu títulos privados no primeiro momento) e o passivo se elevou na rubrica reservas bancárias excedentes (ou voluntárias).

No entanto, o balanço dos bancos comerciais não cresceu, pois o aumento de seus depósitos no Banco Central – as tais reservas excedentes – foi compensado pela perda de ativos – empréstimos *subprime* – que perderam valor com a crise. O crescimento do balanço do Federal Reserve (o Banco Central dos EUA), consolidado com o balanço dos bancos comerciais, ocorreu essencialmente pela expansão do balanço do próprio Fed.

Na atual crise, houve perda de produto em função da parada súbita da atividade econômica produzida pela política de distanciamento social. Em boa medida, parte substantiva da perda foi socializada na forma de elevação da dívida pública. Parte foi absorvida pelas famílias e empresas na forma de queda de renda.

No entanto, o dado de poupança das famílias sugere que a compensação do setor público foi maior do que o consumo das famílias. Assim, as famílias, ao menos até junho, acumularam depósitos nos bancos comerciais. O Gráfico 16 mostra esse fenômeno.

O Gráfico 16 apresenta a taxa de variação do agregado monetário conhecido por M3. Trata-se de uma medida de depósitos do público nos bancos comerciais. O M3 considera, além do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista, depósitos de poupança e fundos mútuos, muitas vezes colateralizados com títulos de dívida do Tesouro, de curto prazo e com elevada liquidez. O Gráfico 16 representa a taxa de variação do estoque nominal entre um mês e o mesmo mês do ano anterior.

**Gráfico 15: Taxa de Variação Interanual do M3 (%)**



Fonte: Fed St. Louis. Elaboração: IBRE/FGV

Nota-se imediatamente que os depósitos têm, na atual crise, um comportamento totalmente diverso do observado na GCFG. Na GCFG, a taxa de crescimento interanual de M3 sobe de 5% em agosto de 2008 até 10% em janeiro de 2009, quando há forte redução para pouco mais de 1,5% em março de 2010. No atual evento, a taxa sai de 7% ao ano em janeiro para 23% ao ano em julho.

Há décadas sabemos que não há uma relação mecânica entre a dinâmica da inflação e dos agregados monetários. Adicionalmente, sabemos que inflação depende essencialmente de inércia, expectativas, câmbio e grau de ociosidade da economia.

Estimativas que incorporam esses quatro fatores, que fizemos com o colega do Ibre Marcel Balassiano, indicam que, para as medidas de núcleos da inflação, principalmente aquelas que acompanham mais de perto o ciclo da atividade da economia, como o núcleo de médias aparadas, devemos observar quedas no segundo semestre. Se essas quedas não ocorrerem, é sinal de que algo de novo se passa com os preços.

**Samuel Pessôa**

## 9. Observatório Político

### Precedentes Históricos da Mutação de Bolsonaro

O ano de 2020 certamente entrará para a história como um momento único, no Brasil e no mundo. Mas nem tudo que temos vivido é sem precedentes. Ligar “a lanterna na popa”, para utilizar o sugestivo título das memórias de Roberto Campos,<sup>5</sup> pode nos ajudar a estabelecer

<sup>5</sup> Roberto Campos, *A Lanterna na Popa: Memórias*. Rio de Janeiro: Topbooks, 2001.

possíveis rotas de navegação, ainda que precariamente tracejadas, para os próximos dois anos, sobretudo no que toca à situação política do governo Bolsonaro.

Qual seria o precedente para o primeiro semestre de 2020, agora que se sabe que Bolsonaro, em maio, decidiu enviar tropas ao Supremo Tribunal Federal,<sup>6</sup> após ter ameaçado várias vezes o Congresso Nacional desde o começo do ano?

O precedente se encontraria no primeiro e único ano da fracassada presidência de Jânio Quadros, em 1961. Após seis meses no cargo (sua posse havia sido no dia 31 de janeiro) e de frequentes conflitos e frustrações com o Poder Legislativo, Jânio, populista de direita sem maioria parlamentar tal qual Bolsonaro, passou a nutrir a ideia de promover uma reforma constitucional que fortalecesse o Poder Executivo. Por meio do seu ministro da Justiça, Pedroso Horta, começou a emitir ameaças, alegando ser impossível governar com o Congresso, e a querer impor um estado de exceção.<sup>7</sup> Os líderes partidários rechaçaram as ameaças. O resto é sabido: Jânio renuncia na esperança de que o Congresso o peça para voltar ao cargo com poderes ampliados. Sua renúncia, todavia, foi prontamente aceita. Tal qual Jânio, Bolsonaro ameaçou, mas não logrou vergar as instituições.

Todavia, com a oposição desmobilizada pela pandemia, Bolsonaro teve sorte e não caiu. Após ter uma visão apurada do precipício com a prisão de Fabrício Queiroz no dia 18 de junho, o presidente se aproximou do Centrão, parou de fazer ameaças às instituições e moderou seu linguajar. Qual seria o precedente da mutação iniciada há dois meses? Resposta: Fernando Collor no segundo ano do seu mandato, em 1991.

No começo daquele ano, Collor, outro populista de direita sem maioria parlamentar tal qual Jânio e Bolsonaro, constatou que seu heterodoxo plano de combate à inflação falhara. Em fevereiro e março de 1991, sua popularidade passa para um patamar inferior a 30%. Ao longo do primeiro semestre, a Câmara dos Deputados lhe impõe duras derrotas. Collor decide mudar: em maio, demite Zélia Cardoso e nomeia Marcílio Marques Moreira para o Ministério da Fazenda, nomeação que ajuda a acalmar as relações do governo com o empresariado. Além disso, Collor reduz o recurso a medidas provisórias, das quais usara e abusara em 1990, desanuviando as tensões com o Congresso.

A nomeação do deputado Fábio Faria (PSD-RN) para o Ministério das Comunicações, em junho de 2020, seria o equivalente funcional bolsonariano à designação de Marcílio Marques Moreira por Collor. Mas as semelhanças param por aí porque a popularidade de Bolsonaro cresceu recentemente, no rastro do auxílio emergencial aprovado pelo Congresso. A de Collor continuou a cair ao longo de 1991, uma vez que a economia continuou estagnada e a inflação, muito alta.

<sup>6</sup> Ver Monica Gugliano, “Vou Intervir! O Dia em que Bolsonaro Decidiu Mandar Tropas para o Supremo”, *piuí*, n. 167, agosto de 2020, disponível em <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/vou-intervir/>.

<sup>7</sup> Ver *Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro*, verbete sobre Jânio Quadros, disponível em <https://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/janio-da-silva-quadros>.

O auxílio emergencial salvará Bolsonaro das agruras por que continuou a passar Collor até sua queda em outubro de 1992? Aqui temos dois precedentes. O auxílio tem gerado um choque positivo de bem-estar econômico para a população de baixa renda, tal qual o Plano Cruzado I em 1986 e o Plano Real em 1994. A questão é saber se esse choque terá um caráter artificial e passageiro como o Cruzado ou estrutural e duradouro como o Real. Ainda não se sabe. Esta é a questão em que os economistas agora se deblateram.

Se o auxílio emergencial se assemelhar ao Real, cenários otimistas se abrirão para a sobrevivência e reeleição de Bolsonaro. Porém, se pender para o Cruzado, Collor em 1992 voltará a ser um possível precedente para Bolsonaro.

Em abril de 1992, já muito desgastado, Collor realizou sua última grande manobra política, ao finalmente se render às exigências do presidencialismo de coalizão. Naquele mês, montou um ministério com líderes partidários e nomes de peso ligados às elites, inclusive cultural e acadêmica. Esse novo gabinete tinha, sim, condições de tirar Collor da beira do abismo político. Contudo, em maio, a fortuna o abandona de vez, quando Pedro Collor apresenta graves denúncias contra seu irmão, o presidente. O resto é sabido: no dia 2 de outubro, Fernando Collor deixa o Palácio do Planalto após ter seu mandato suspenso pelo Congresso.

Um último comentário para mostrar os limites das analogias feitas acima. Se o auxílio emergencial se assemelhar ao Cruzado e Bolsonaro não repetir os passos dados por Collor em abril de 1992, a fragmentação da oposição ainda poderá salvar o ex-capitão do Exército do destino do caçador de marajás.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

## **10. Em Foco IBRE: Resgate da CPMF em tempos de reforma tributária: mais do mesmo?**

Entre os raros consensos que sobrevivem aos debates econômicos, ocupa posição especial o deficiente sistema tributário brasileiro: um antigo elefante branco que acompanha há tempos o Brasil. Antiquado, complexo, regressivo e anticompetitivo. Seguindo ainda um modelo definido em meio ao regime militar, que data de mais de meio século, essa estrutura tributária ostenta as mais variadas distorções. Após a frustração de diversos projetos nas últimas décadas, o atual governo enfim encaminhou ao Congresso Nacional a primeira parte da sua proposta de reforma tributária. Após quase um ano adiando sua entrega, a versão parcial da proposta com escopo e, principalmente, carga tributária ainda desconhecidos se mostrou mais conservadora do que o esperado e reforçou o que aprendemos com o passar do tempo: esta não será uma reforma rápida e muito menos fácil. Antes de ser apresentada a próxima etapa, no entanto, a ideia ainda extraoficial de uma nova versão da CPMF dominou o debate tributário com as conhecidas críticas endereçadas a essa contribuição, extinta em 2007. De fato, a única virtude da CPMF amplamente reconhecida está em sua capacidade de arrecadar de forma fácil e rápida, algo que serviria muito bem ao cenário fiscal atual e que nos lembra as outras muitas vezes em



que, no passado, concentramos nas receitas a tentativa de ajuste das contas públicas. Esta Seção em Foco traz uma análise sobre esse possível resgate da CPMF, exatamente no momento em que o governo apresenta proposta para simplificar o sistema tributário.

Entre as limitações que historicamente obstruíram o ímpeto reformista no campo dos tributos, destaca-se o receio de comprometer a capacidade consideravelmente elevada de arrecadação do sistema tributário brasileiro. Com carga tributária no patamar de países desenvolvidos, a urgência em corrigir evidentes disfuncionalidades tributárias pôde ser deixada em segundo plano. Pautas como produtividade e competitividade perderam espaço e se acumularam na forma de um gigantesco Custo Brasil, enquanto se via a desigualdade social se acentuar com uma redistribuição de renda às avessas.

A deterioração fiscal nos últimos anos, somada às dificuldades conjunturais impostas pela pandemia do novo coronavírus, puseram em evidência gargalos que precisam ser resolvidos em nome de uma recuperação sustentada da economia. Com o orçamento cada vez mais apertado, a trajetória recente de investimentos públicos foi amplamente sacrificada, fazendo do investidor externo um agente de fundamental importância no dinamismo econômico. Jogando contra a atratividade do país, figura a tão falada insegurança jurídica que leva com grande frequência inúmeros casos tributários à Justiça. As dificuldades de *compliance* não ficam atrás. De acordo com o relatório *Doing Business* do Banco Mundial, mesmo tendo reduzido nos últimos anos a quantidade de horas necessárias para cumprir suas obrigações tributárias, o Brasil ainda ocupa a primeira colocação no ranking, com suas empresas gastando, em média, 1.501 horas por ano apenas para lidar com o sistema de tributos do país.

Além da proposta enviada pelo ministro da Economia no fim de julho, tramitam sobre o mesmo tema outros dois Projetos de Emenda Constitucional (PEC): a PEC 45 na Câmara dos Deputados e a PEC 110 no Senado Federal. Em comum, as três propostas apresentam como objetivo a simplificação da estrutura tributária, através da extinção de uma série de tributos e consolidação de bases tributáveis. A Tabela 3 traz um resumo comparativo das alterações previstas por cada proposta.

Já na primeira etapa da reforma entregue pelo Executivo, a alíquota de 12% proposta para a Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS) a partir da unificação do PIS/COFINS, foi recebida como acima do esperado. Enquanto o governo justifica a alíquota elevada por sua possibilidade de maior aproveitamento dos créditos acumulados no novo sistema, especialistas acreditam na possibilidade de o governo ter previsto os efeitos de uma negociação mais difícil no Congresso, o que levaria a uma natural desidratação da alíquota inicialmente proposta. A promessa de não aumentar a carga tributária enfrenta, no entanto, não só cobranças técnicas para melhor detalhamento do cálculo, como também a previsível resistência daqueles que acreditam ser mais onerados com a redistribuição da cobrança de tributos, como visto com a manifestação do setor de serviços.

**Tabela 3: Comparativo das Principais Propostas de Reforma Tributária**

ALTERAÇÕES	PL 3887/20 (Executivo)	PEC 45 (Câmara)	PEC 110 (Senado)
<b>Tributos Federais extintos</b>	PIS/PASEP e COFINS	IPI, PIS e Cofins	IPI, IOF, PIS, Pasep, Cofins, CIDE-Combustíveis e Salário-Educação
<b>Tributos Estaduais/Municipais extintos</b>	-	ICMS e ISS	ICMS e ISS
<b>Tributos Criados</b>	Contribuição sobre bens e serviços (CBS)	Imposto sobre Bens e Serviços (IBS) e Imposto Seletivo com fins extra-fiscais	Imposto sobre Bens e Serviços (IBS) e Imposto Seletivo com fins arrecadatários
<b>Alíquota</b>	Alíquota geral de 12%. Instituições financeiras pagam 5,8%	Estados e municípios estabelecem subalíquotas em seus territórios, que devem ser somadas à alíquota nacional. Alíquota total é igual para todos os bens e serviços em cada município	Para cada bem e serviço, a alíquota é igual em todo território nacional. Mas, sobre bens e serviços diferentes, podem incidir alíquotas diferentes
<b>Base de Cálculo</b>	Receita bruta, com aproveitamento de crédito tributários de etapas anteriores e isenção às exportações	Valor agregado, com crédito tributários de etapas anteriores e isenção às exportações	Valor agregado, com crédito tributários de etapas anteriores e isenção às exportações
<b>Benefícios Fiscais</b>	Manutenção de diversos regimes diferenciados, incluindo Cesta Básica e Zona Franca de Manaus	Proibidos, exceto devolução de imposto recolhido de contribuintes de baixa renda	Permitidos apenas a setores específicos e com aprovação conjunta dos entes. Manutenção da Zona Franca de Manaus
<b>Período de Transição</b>	Entra em vigor 6 meses após a aprovação da lei	10 anos até a substituição completa dos impostos pelo IBS. 50 anos de redistribuição de recursos entre entes da federação	15 anos
<b>Competência</b>	Federal	Federal, exceto na fixação das alíquotas dos entes subnacionais	Estadual, mas com poder de iniciativa de estados, municípios, Comissão Mista de senadores e deputados federais e bancadas estaduais

Fonte: Fonte: PL 3887/20, PEC 45 e PEC 110, Nota Técnica 38 da IFI, [Comparativo da Reforma tributária da Câmara](#) e Apresentação "Quando todos pagam, todos pagam menos" do Ministério da Economia.  
Elaboração: IBRE/FGV.

Com as alterações previstas na reforma proposta pelo Executivo, há de se debater o canal de aproveitamento dos créditos tributários no país a fim de corrigir gargalos que impediram sua prometida compensação ou devolução. Pesquisa da CNI realizada em parceria com a Fundação Getúlio Vargas em 2018, "Desafios à Competitividade das Exportações Brasileiras", revelou que cerca de um terço das 589 empresas exportadoras entrevistadas (32,9%) que solicitaram o



ressarcimento de créditos do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) não teve acesso algum ao benefício. Apenas 34,5% das companhias que pediram a compensação conseguiram receber o valor em até um ano. Com inúmeros pedidos de recuperação chegando ao Judiciário e tempo de prescrição de cinco anos, destravar esse canal de aproveitamento é imprescindível para que alíquota mencionada não implique maior carga e insegurança jurídica.

A expectativa pela segunda etapa da reforma foi, contudo, desviada temporariamente com a possibilidade de uma nova Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) de 0,2%. Ainda que não oficializada até o momento, declarações da equipe econômica revelam que o tributo digital não seria muito diferente de sua antiga versão. Atenta-se que o retorno dessa contribuição, mesmo que com outra base de incidência, seja proposto ao mesmo tempo em que tramitam reformas que visam simplificar o sistema tributário. A natureza cumulativa desse tributo, dada por sua cobrança ao longo da cadeia produtiva, vai na direção contrária à apontada pela proposta do próprio governo, além de se afastar do padrão internacional de tributação sobre o valor agregado.

Embora tenha sido aprovada com caráter provisório, como consta em seu próprio nome, e com destinação exclusiva dos recursos ao financiamento da saúde pública, a CPMF vigorou entre 1997 e 2007 e perdeu a característica de recurso carimbado, tendo logo sido utilizada para financiar também outras despesas, como a Previdência Social. Destaca-se ainda que a arrecadação com essa contribuição não se somou ao orçamento original da saúde, tendo, em vez disso, permitido que o governo destinasse recursos anteriormente da saúde para outros setores. Bem vista por seu baixo nível de sonegação, a CPMF representou, no entanto, uma fonte de incentivos para desintermediação financeira, contribuindo para o aumento dos juros, e de mais regressividade para tributação brasileira. Enquanto a primeira se deu com a fuga para outros canais que permitiam evitar a incidência da contribuição, a segunda decorreu da aplicação de uma alíquota uniforme, que não considerava a capacidade contributiva dos consumidores, além de alternativas disponíveis apenas aos grandes clientes do sistema financeiro, que puderam acessar pacotes criativos oferecidos pelos próprios bancos privados para contornar de forma legal a CPMF. Entre as razões apontadas para o aumento da alíquota, de 0,2% quando aprovada para 0,38% quando extinta, estava justamente a erosão de sua base, criando um círculo vicioso de mais fuga de contribuintes diante da maior alíquota.

Com criptomoedas e contas digitais no exterior abertas pelo celular, há de se considerar que as oportunidades de driblar a cobrança da CPMF hoje em dia são inúmeras, com mais de uma década de notáveis avanços digitais. Isso sem mencionar a possibilidade de fácil arrecadação a partir de pequenas majorações de alíquota para fazer frente às atuais necessidades de gastos, a serem reforçadas em breve pelo interesse eleitoral dos próximos anos. Em tempos de reforma tributária e possibilidade, enfim, de corrigir velhas distorções, o resgate da CPMF, ainda que repaginada, parece servir apenas a essa necessidade de mais recursos. Essa velha conhecida saída para o ajuste fiscal via elevação de carga tributária não deveria, contudo, impedir que

mais uma vez deixemos de tratar de forma efetiva da trajetória de despesas primárias, que nos renderam níveis preocupantes de déficit e dívida pública.

De fato, o avanço do comércio eletrônico, acentuado pelos efeitos do isolamento social durante a pandemia, trouxe necessidades específicas no tratamento das transações digitais, especialmente a responsabilidade tributária nos *marketplaces*. Tratar uma questão moderna como essa com tributo velho e abolido no resto do mundo não parece o caminho mais recomendável. Dos diversos legados que podem ser deixados pela reforma tributária, espera-se que mais um tributo invisível não esteja entre eles e, muito menos, que sua aprovação seja vista como porta para desoneração, permitindo a substituição de uma distorção por outra. Com propostas importantes tramitando no Congresso, não há espaço para arriscarmos a perder mais uma vez os nortes de uma reforma tributária estrutural, que garanta mais simplificação, transparência, previsibilidade e justiça social. Caso contrário, o caminho será apenas mais do mesmo.

*Juliana Damasceno*

**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 agosto 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.