



BOLETIM MACRO

Setembro de 2020



Recuperação econômica continua no segundo semestre, mas se espera uma solução fiscal

A economia mundial segue se recuperando, apesar de o ritmo de contágio pelo coronavírus se manter em um patamar elevado, ainda que estável. Desde meados de julho, a média de novos casos diários tem ficado em torno de 250 mil no mundo, com a queda nos EUA e no Brasil sendo compensada pela aceleração em alguns países europeus e na Índia, que se tornou o novo epicentro mundial da Covid-19, com cerca de 100 mil novos casos diários. No mundo, já foram registrados mais de 30 milhões de casos e o número de mortes totais está se aproximando da triste marca de um milhão.

Apesar do patamar elevado de infecção, o número diário de mortes tem mostrado uma gradual desaceleração e está bem distante do pico registrado em abril. Esse contraste entre os números de casos e mortes pode ser explicado pelo aumento expressivo no número de testes e pelos protocolos médicos mais eficientes, além do isolamento de pessoas do grupo de risco.

Esse quadro permite a retomada da economia, com alguns setores, como a indústria e o comércio, já operando em patamar superior ao observado no pré-crise em diversos países. No entanto, no setor serviços, que foi duramente atingido, a recuperação é apenas parcial, e assim deve continuar pelo menos enquanto as preocupações relacionadas ao vírus persistirem. Consequentemente, somente com a vacinação em massa haverá uma normalização ampla da atividade econômica.

Nesse sentido, os riscos relacionados à pandemia estão migrando dos impactos de curto prazo sobre o desempenho econômico para a possibilidade de um eventual atraso da descoberta de uma vacina segura.

Outros possíveis focos de incerteza pelo mundo decorrem do aumento do risco político nos EUA. A acirrada disputa entre democratas e republicanos, para presidente e no Senado, explica em parte a demora na aprovação de novos estímulos fiscais, que, para muitos, inclusive a autoridade monetária, são fundamentais para sustentar a recuperação em curso. Além disso, o risco de a eleição ser contestada se amplia, podendo se tornar um gerador de volatilidade adicional nos mercados de ativos, já afetados pelas valorizações esticadas de alguns papéis e o risco de que a nova administração tenha uma atitude mais desfavorável às grandes empresas de tecnologia, dos pontos de vista tributário e regulatório. Além disso, as tensões comerciais e políticas entre os EUA e a China persistem. Por outro lado, a boa notícia é que os estímulos já adotados devem fazer o desempenho dos EUA este ano ser melhor do que o inicialmente previsto. A OCDE, por exemplo, revisou sua projeção de crescimento do país de -7,3% para -3,8%. Para o PIB global a previsão passou de uma queda de 6% para recuo de 4,5%.

Na Europa, a economia está melhorando de acordo com o esperado. O Banco Central Europeu revisou as projeções do PIB da região de -8,7% para -8,0% em 2020, com crescimento de 5,0%

em 2021, números muito próximos das previsões da OCDE. Porém, a evolução da pandemia impõe um importante risco para a continuidade dessa retomada. O número de novos casos vem aumentando e a chegada do outono reforça o receio de uma repetição do que se observou na Gripe Espanhola, quando a mortalidade se concentrou justo nessa estação. Outra questão que pode gerar volatilidade é a indefinição de como ficará o comércio entre Reino Unido e União Europeia após o Brexit: o prazo de negociação termina em 31 de dezembro e até agora as partes não parecem ter chegado a um acordo. Um “hard Brexit” atrapalhará a retomada na zona do euro e prejudicará ainda mais fortemente a recuperação da economia britânica.

Já na América Latina, após um colapso da atividade econômica no segundo trimestre, os dados mensais indicam ganhos sequenciais nos últimos meses. Além da reabertura gradual da economia, a atividade também foi impulsionada pelos estímulos monetários e fiscais. O Brasil se destaca no contexto regional por ter dado estímulos em grau muito superior aos demais países, de forma que sua contração no segundo trimestre foi provavelmente uma das mais brandas entre os principais países da região.

A região também se beneficia da melhora do ambiente externo, do aumento nos preços de *commodities* e de um dólar mais fraco. No entanto, a valorização das moedas dos países depende muito das condições locais. No Brasil, em particular, a pressão sobre o real continua, diante das persistentes incertezas domésticas, com destaque para aquelas de cunho fiscal.

Mas, pelo menos no curto prazo, os dados de atividade indicam para o Brasil um cenário de retomada semelhante ao observado em outros países. A prévia das Sondagens do IBRE, com dados coletados até 14 de setembro, sinaliza avanço da confiança dos empresários e dos consumidores. O índice que agrega os quatro principais setores da economia (indústria, serviços, comércio e construção civil) avançou 0,8 ponto em relação ao número final de agosto, atingindo 95,3 pontos, contra 96 pontos em fevereiro, com destaque para a forte contribuição da indústria. Apenas no setor serviços a recuperação continua lenta. Já a confiança do consumidor, apesar de discreto avanço no mês, continua muito baixa, retratando insatisfação com a situação atual.

Porém, algo que preocupa é a incerteza com relação ao cenário fiscal. A prévia do Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br) do FGV IBRE relacionado à situação fiscal recuou 50,1 pontos ante o patamar máximo atingido em abril deste ano, uma queda bem menos intensa que a observada no índice relacionado às incertezas políticas. E tem permanecido em um nível muito elevado nos últimos dois meses, sem sinais de recuo.

Em parte isso reflete o quadro fiscal muito ruim previsto para este ano. O déficit primário deve atingir 12,6% do PIB em 2020, mais alto do que inicialmente projetado, devido à extensão da ajuda emergencial. Após a dívida pública bruta ter aumentando 11 p.p. do PIB nos últimos sete meses, ela deve encerrar o ano em 94,9% do PIB, um valor muito elevado para um país emergente.

É um quadro fiscal assustador, que exige um dramático cavalo de pau em relação ao que vem sendo feito este ano. Há, porém, dois problemas. Um, o impacto contracionista que isso teria: não é certo que a demanda privada vá se recuperar a tempo e com a força necessária para compensar um ajuste fiscal desse tamanho. Outra, o fato de as crises sanitária e econômica que têm marcado 2020 terem legitimado necessidades sociais que estavam fora do radar de qualquer governo e cujo atendimento trará pesado ônus para as contas públicas.

Não fazer o ajuste, porém, terá consequências graves. Este ano foi possível recorrer à abertura de créditos extraordinários para custear medidas de enfrentamento da pandemia, mas legalmente não seria possível repetir esses estímulos sem mudar a Constituição. E, mesmo que se faça isso, é difícil imaginar um cenário para 2021 em que o descumprimento do teto de gastos não implique graves prejuízos à capacidade de financiamento público. Especialmente em um quadro de incerteza sobre a velocidade de recuperação da atividade econômica em 2021 e sobre quando o país voltará a registrar superávits primários.

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

1. A seção sobre atividade econômica destaca que o desempenho do PIB do segundo trimestre mostrou-se alinhado às nossas expectativas em relação ao setor privado, mas que fomos surpreendidos por um impacto da crise no setor público bem maior do que calculávamos. Se, por um lado, o resultado muito desfavorável dos serviços da administração pública no segundo trimestre coloca um viés negativo nas projeções do restante do ano, a extensão do auxílio emergencial até o quarto trimestre traz um impulso positivo aos números. A expectativa de recuperação da atividade econômica ao longo do segundo semestre permanece, visto que os indicadores de alta frequência do comércio varejista e da indústria exibem recuperação contínua, ainda que o consumo de serviços permaneça bastante contraído. Desse modo, nossa projeção atualizada para o PIB deste ano permanece muito próxima ao cenário anterior, isto é, queda de 5,3%. Para 2021, projetamos crescimento de 3,5%. ([Seção 1](#))
2. Na seção sobre confiança, mostramos que os indicadores continuam dando sinais de recuperação, mas em ritmos diferentes. Pelo lado empresarial, há muita heterogeneidade entre os setores pesquisados, com a indústria registrando recuperação muito mais expressiva, enquanto o setor de serviços mostra mais dificuldades. Pelo lado dos consumidores, começa a surgir maior cautela por parte do grupo de renda mais baixa, possivelmente pela proximidade do final dos programas de auxílio do governo. Para os próximos meses, alguns fatores podem reduzir o ritmo de recuperação, em especial o fim do período de carência dos programas de manutenção do emprego e a preocupação dos consumidores com o ritmo da retomada do mercado de trabalho. ([Seção 2](#))
3. A seção sobre mercado de trabalho aborda as principais estatísticas divulgadas recentemente. O IBGE ainda não divulgou os resultados da PNAD Contínua referentes a julho,

mas disponibilizou os microdados referentes ao segundo trimestre. Estes mostram que houve uma queda expressiva das horas efetivamente trabalhadas, muito além da redução do número de trabalhadores ocupados. Já a PNAD Covid-19 apresentou nova queda da população ocupada em julho, mas indicou ter ocorrido uma recuperação marginal em agosto, junto com um aumento significativo da taxa de desemprego, devido ao aumento expressivo da PEA. O Caged, por sua vez, apresentou grande saldo positivo em julho, com mais de 131 mil postos de trabalho formais tendo sido criados. No entanto, a intensa queda dos desligamentos, junto a um forte desalinhamento dessa pesquisa com as duas anteriores, sugere uma participação relevante da subnotificação das demissões para explicar tal resultado. Ou seja, os desafios para a melhora do mercado de trabalho persistem. [\(Seção 3\)](#)

4. Com relação à inflação, apesar da forte aceleração registrada nos preços dos alimentos, sobretudo entre os componentes da cesta básica, as expectativas seguem abaixo do limite inferior da meta de inflação. Alterações na demanda por alimentos (impostas pela pandemia), desvalorização cambial e quebra de safras explicam a alta dos preços desse segmento. Nas demais classes de despesa, para as quais há uma concentração maior de bens duráveis e serviços, os preços seguem bem comportados, registrando variações muito abaixo do IPCA acumulado em 12 meses. A desvalorização do real frente ao dólar está favorecendo o aumento das exportações de *commodities*, que, apesar de benéfico para a balança comercial, contribui também para o avanço da inflação dos alimentos, cenário que deve permanecer sem grande alteração até o final do ano. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, nosso analista avalia que, muito possivelmente, dois fenômenos foram detidamente examinados pelos dirigentes do BC na mais recente reunião do Copom. O primeiro diz respeito ao extraordinário aumento da distância entre a alta de preços no nível do produtor, de um lado, e no nível do consumidor, do outro. O segundo tem a ver com a elevação dos prêmios de risco embutidos nos juros de mercado (e em outros ativos financeiros), movimento que representou deslocamento expressivo de toda a curva de juros para cima. No entender do nosso analista, diante disso, a decisão do BC de manter estável a taxa Selic no encontro de setembro foi realmente prudente. Nenhum desses assuntos pode ser desprezado pelas autoridades monetárias. São temas que seguramente permanecerão relevantes para os condutores da política monetária ainda por um bom tempo, necessitando serem acompanhados com a devida atenção. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção fiscal, discute-se o Projeto de Lei Orçamentária (PLOA 2021). O projeto de lei confirmou meta fiscal flexível, em função da incerteza em relação à arrecadação. Trouxe, em contrapartida, o teto dos gastos como principal restrição fiscal ao orçamento e adiou a discussão sobre o Renda Brasil. Isso não criou clareza sobre como o governo brasileiro atenderá demandas por mais gastos em 2021, especialmente de transferência de renda aos fragilizados pela pandemia. Novas incertezas são trazidas pelo desencontro de discursos do governo e da equipe econômica sobre esse tópico. No orçamento, antigas incertezas foram renovadas, como

o baixo nível de despesas discricionárias, que ameaça o investimento público e o custeio básico, exigindo enorme esforço de definição de prioridades. E há também o risco de despesas acima do previsto: gastos adicionais se derrubado o veto à desoneração da folha, revisão do INPC de 2020 pós-PLOA e demandas altamente prováveis por mais gastos contra efeitos da pandemia em 2021. O alto endividamento, a incerta recuperação da atividade e as perspectivas deficitárias a médio prazo no resultado primário tornam difícil imaginar cenário para 2021 no qual o descumprimento do teto não traga graves prejuízos à capacidade de financiamento público. A realidade deixada pela crise soma-se à importância assumida pelo teto de gastos como âncora fiscal no país para formar um quadro político e fiscal complexo. Antecipa-se que não tardará para que uma revisão dessa regra fiscal aconteça. Seu desenho será decisivo para o compromisso com a solvência do país. [\(Seção 6\)](#)

7. Com relação ao setor externo, o destaque é a desaceleração das exportações e das importações brasileiras. O crescimento das exportações desacelerou em agosto, o que era esperado pelo efeito sazonal de um volume menor de embarques de soja no segundo semestre do ano. As importações continuam recuando em relação ao ano de 2019. Na indústria de transformação, a queda nas compras de bens intermediários sinaliza que a recuperação do setor ainda não teria começado, indo de encontro ao que mostram os dados do nível de atividade, que apontam nessa direção. Num cenário internacional em que a demanda por normas ambientais sustentáveis cresce, a posição de destaque da agropecuária nas exportações brasileiras exige o cumprimento dessas diretrizes. [\(Seção 7\)](#)

8. A seção internacional aborda a nova política do Fed. Os estudos do Fed, com vistas a tentar encontrar uma solução para suas dificuldades para fazer a inflação convergir para a meta, já estavam bem adiantados quando sobreveio a pandemia. No entender do nosso analista, a pandemia tende a acentuar as forças que já atuavam sobre a economia, tornando ainda mais difícil cumprir a meta de inflação. Anunciar uma nova estratégia de política monetária tornou-se então premente. Ao fornecer novas sinalizações, o Fed deixou claro que simplesmente manterá os juros básicos da economia bem perto de zero, por um longo tempo. No encontro de setembro, o Fed assumiu compromissos mais bem definidos, mas, segundo o nosso analista, permanece a dúvida acerca da eficácia das medidas diante das adversas circunstâncias dos novos tempos. [\(Seção 8\)](#)

9. E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador de Daniel Duque, o tema é o impacto positivo do efeito decomposição na renda média dos trabalhadores brasileiros, gerado pela pandemia. [\(Seção 9\)](#)

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Recuperação da atividade econômica prossegue calcada nas medidas de auxílio do governo

O desempenho do PIB do segundo trimestre mostrou-se alinhado às nossas expectativas¹ em termos do nível de atividade no setor privado da economia. No entanto, fomos surpreendidos negativamente com o tamanho do impacto da crise no setor público, diante do adiamento das aulas na rede pública de educação e da redução dos serviços na rede pública de saúde. A atividade de serviços da administração pública tem uma participação de 24% nos serviços totais da economia, o maior peso dentre todas as categorias de serviços do PIB, o que explica a importante contribuição do resultado desse setor para o PIB total.

Se, por um lado, o resultado muito desfavorável dos serviços da administração pública no segundo trimestre coloca um viés negativo nas projeções do restante do ano, a extensão do auxílio emergencial até

o quarto trimestre traz um impulso positivo aos números. Desse modo, nossa projeção atualizada para o PIB deste ano permanece muito próxima ao cenário anterior, isto é, queda de 5,3%. Para 2021, projetamos crescimento de 3,5%. Para se ter ideia do tamanho do impacto dos serviços da administração pública nos resultados agregados, caso o crescimento desse setor fosse zero neste ano e no próximo, nossas projeções seriam de queda de 4,4% em 2020 e crescimento de 2,6% em 2021.

Os dados da atividade econômica de julho seguiram a mesma tendência verificada em maio e junho: por um lado, o cenário é mais positivo para a indústria e há forte e contínua recuperação do comércio varejista. Por outro, o consumo de serviços permanece bastante deteriorado, em especial os serviços prestados às famílias, que ainda se encontram cerca de 57% abaixo do nível pré-crise.

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2020.III (TsT)	2020.III (AsA)	2020
Consumo das Famílias	5,9%	-9,0%	-7,2%
Consumo do Governo	-0,1%	-8,3%	-6,1%
Investimento	8,9%	-10,6%	-7,4%
Exportação	0,6%	3,6%	1,4%
Importação	-6,3%	-21,5%	-12,3%
PIB	6,6%	-5,6%	-5,3%
Agropecuária	0,8%	1,0%	1,4%
Indústria	11,7%	-2,5%	-4,1%
Extrativa	3,8%	2,1%	3,5%
Transformação	20,8%	-2,3%	-6,2%
Construção Civil	5,3%	-6,0%	-5,3%
Eletricidade e Outros	1,9%	-3,0%	-2,9%
Serviços	5,5%	-6,5%	-5,7%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

¹ Ver <https://blogdoibre.fgv.br/posts/pib-do-2o-trimestre-e-atualizacoes-para-o-cenario-prospectivo>

Diante dos resultados de julho e de nossas expectativas para agosto e setembro, projetamos retração no terceiro trimestre de 5,6% na comparação interanual e crescimento de 6,6% na margem, como mostra a Tabela 1.

De fato, o segundo trimestre foi o momento mais crítico da crise sanitária. Pelo lado da oferta, todos os setores devem registrar crescimento no terceiro trimestre na comparação com o segundo. Contudo, a maior parte das atividades deve permanecer no terceiro trimestre em patamar aquém do registrado no 3º trimestre do ano passado, com exceção da indústria extrativa e da agropecuária. Destaca-se a rápida retomada da indústria de transformação e do comércio. Por outro lado, as categorias de outros serviços (que incluem os serviços prestados às famílias, saúde e educação privada, entre outros) e serviços da administração pública devem registrar uma recuperação mais tímida no terceiro trimestre.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 5,9% TsT (-9,0% AsA) no terceiro trimestre, e se retraindo 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. Nossas estimativas atualizadas apontam um crescimento de 4,8% da massa ampliada de rendimentos este ano. Contudo, na ausência das políticas de compensação de renda implementadas pelo governo, haveria queda de 5,3%.

O investimento, por sua vez, deve crescer 8,9% TsT (-10,6% AsA) no terceiro trimestre. Mesmo com a recuperação após o fundo do poço registrado no segundo trimestre, o investimento ainda estará 31% abaixo no pico registrado em 2013. O elevado nível de incerteza, especialmente aquela relacionada ao quadro fiscal do país, limita a capacidade de recuperação futura do investimento, apesar do patamar historicamente baixo dos juros reais.

A expectativa de retomada da atividade econômica ao longo do segundo semestre permanece, visto que os indicadores de alta frequência do comércio varejista e indústria exibem recuperação contínua, ainda que o consumo de serviços se mantenha bastante deteriorado.

Silvia Matos e Luana Miranda

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

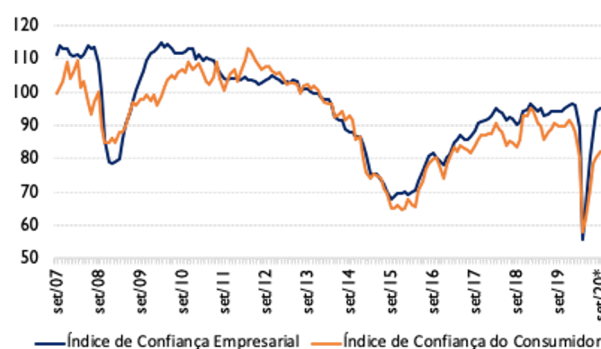
Confiança segue avançando, mas há riscos

Os índices de confiança de empresários e consumidores seguem em trajetória ascendente, após atingirem o fundo do poço em abril passado. Mas enquanto a confiança empresarial já se aproxima do nível anterior à pandemia, a dos consumidores se mantém baixa, retratando ainda uma insatisfação em relação ao momento presente, atrelada a uma postura cautelosa em relação ao mercado de trabalho e à incerteza, tanto econômica quanto na área da saúde.

Setembro de 2020

Nota-se também bastante heterogeneidade na percepção sobre o ritmo de retomada entre os setores. A dispersão do Índice de Situação Atual entre os 49 segmentos pesquisados registrou em agosto o maior valor da série, iniciada em 2010. Ou seja, apesar do índice empresarial flertar com o patamar de fevereiro, a recuperação tem sido muito mais expressiva na indústria, enquanto outros segmentos ainda sinalizam grandes dificuldades – o em especial, o setor de serviços e, mais notadamente, os chamados serviços prestados às famílias, que incluem hotéis, restaurantes e serviços pessoais.

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



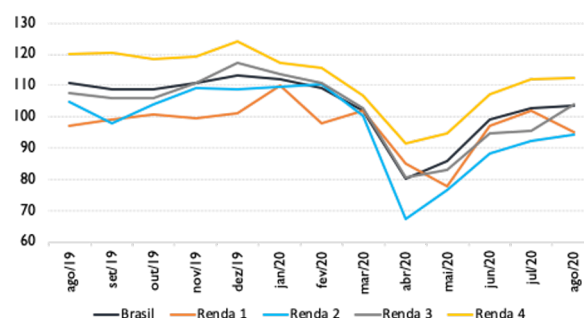
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Pelo lado do consumidor, além da recuperação ser mais lenta, há importantes diferenças de percepção entre as faixas de renda. Em agosto, o grupo de consumidores de renda mais baixa registrou piora das expectativas, sugerindo preocupação com o final dos programas do governo e seu impacto sobre a renda num ambiente muito incerto para o mercado de trabalho. É possível que a aceleração de preços de alimentos tenha alguma influência, mas o medo de desemprego ainda parece ser o fator mais relevante.

Os dados prévios de setembro mantêm a tendência ascendente. A confiança empresarial avançaria 0,8 ponto, uma desaceleração expressiva em relação às duas últimas altas (7,1 e 7,0 pontos). O resultado decorre de uma alta expressiva da confiança industrial, avanço em construção e serviços e queda (acomodação) no comércio. A confiança dos consumidores estaria avançando 2,1 pontos em setembro, mas continuaria sendo a mais baixa entre todos os índices agregados de confiança.

Quais são os riscos para recuperação da confiança nos próximos meses?

Gráfico 2: Expectativa com Relação à Evolução da Oferta de Emprego nos Próximos Meses



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Alguns fatores podem contribuir para conter a tendência favorável da confiança nos próximos meses. Os resultados das prévias de setembro parecem já sugerir uma preocupação dos agentes com esse período de transição dos programas de auxílio do governo. Pelo lado dos consumidores, há preocupação com o mercado de trabalho e manutenção da renda. O quesito que mede o otimismo com a oferta de emprego nos próximos meses sugere que os consumidores com renda familiar mais baixa começam a rever suas expectativas.

Em setembro, as empresas foram questionadas pelas sondagens sobre a possibilidade de retomada da folha de pagamentos após o período de carência exigido pelos programas de auxílio ao emprego. O resultado prévio mostra que 50% das empresas aderiram a algum programa de manutenção dos empregos e, desse percentual, em torno de 15% ainda cogita ter que reduzir o quadro de pessoal ocupado. Esse resultado é mais intenso no setor de serviços, no qual o percentual chega a 25,5%.

Outro fator de risco no ritmo da retomada é o nível alto de incerteza, cujo índice da FGV IBRE se mantém, na prévia de setembro, 39 pontos acima do nível pré-pandemia.

Tabela 2: Quando Acabar o Período de Vigência dos Programas Emergenciais Relacionados à Manutenção do Emprego, a Empresa (em percentual):

Setores	Não foi adotado programa	Assumirá a folha de pagamentos sem redução do quadro de pessoal	Será preciso uma redução de até 20% do quadro de pessoal	Será preciso uma redução superior a 20% do quadro de pessoal	A empresa cogita encerrar sua operação
Indústria	49,8	42,2	7,0	1,0	0,0
Serviços	43,7	30,8	14,3	9,1	2,1
Comércio	56,3	34,1	6,7	2,3	0,6
Construção	54,7	32,1	9,5	2,2	1,5
Empresarial	49,4	34,6	10,1	4,8	1,1

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

O cenário que vem sendo desenhado para os próximos meses está relacionado com o retorno gradual da confiança empresarial, mas de forma heterogênea. Contudo, o fim próximo dos programas de auxílio do governo adiciona riscos. Do lado empresarial, muitas empresas ainda terão dificuldade de manter sua folha de pagamentos, e podem ajustar seu quadro de pessoal. Pelo lado dos consumidores, a preocupação com as dificuldades de um mercado de trabalho mais enxuto e o fim do auxílio emergencial pode trazer maior cautela, o que tornaria o ritmo de recuperação ainda mais lento.

Rodolpho Tobler e Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

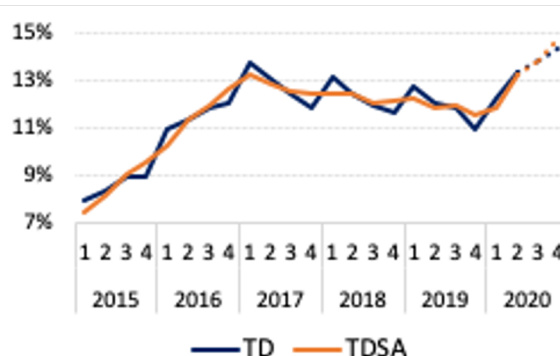
Horas trabalhadas caem mais intensamente do que população ocupada, que mostra sinais de recuperação em agosto

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) sofreu novo atraso e sua edição de julho não foi divulgada até o momento da publicação deste Boletim. A taxa de desemprego do trimestre terminado em junho de 2020, de 13,3%, além do dado recente de PIB divulgado pelo IBGE, fez com que o Ibre atualizasse sua projeção para o ano, com estimativa de uma média anual de 13,4%, o que significará aumento de 1,5 ponto percentual (pp) em relação ao ano anterior, e 0,7 pp acima do pico da série histórica até então, registrado em 2017, de 12,7%. Para julho, espera-se nova alta, com a taxa de desocupação se elevando para 13,6%.

Os microdados da PNAD Contínua para o segundo trimestre de 2020 foram recentemente divulgados, permitindo a análise das horas trabalhadas, tanto habitualmente (cujo período de referência se manteve anterior à pandemia no questionário do IBGE) quanto efetivamente (referente ao mês imediatamente anterior ao corrente para os entrevistados). Desse modo, o Gráfico 4 mostra as variações interanuais da população ocupada e das horas habitual e efetivamente trabalhadas até o segundo trimestre de 2020.

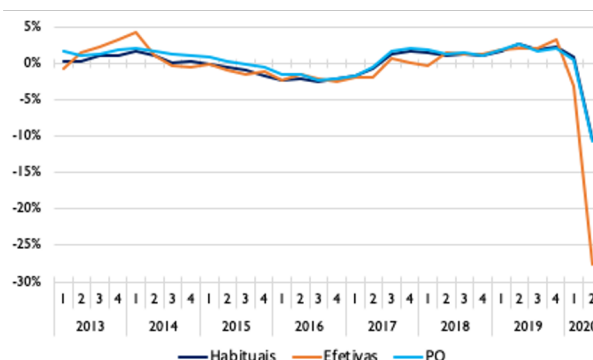
Como se vê, a resposta do mercado de trabalho à pandemia, ainda que tenha havido grande redução da população ocupada (-10,7%), foi atenuada em perda de postos de trabalho por intensa redução das horas efetivamente trabalhadas (-27,6%). Tamanha queda ocorreu devido, principalmente, ao afastamento de parte significativa dos trabalhadores, mas também à redução de jornada de trabalho – fatores antecipados pelas projeções do Ibre/FGV.

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



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

Gráfico 4: Variação da População Ocupada e Horas Trabalhadas entre 2012 e 2020



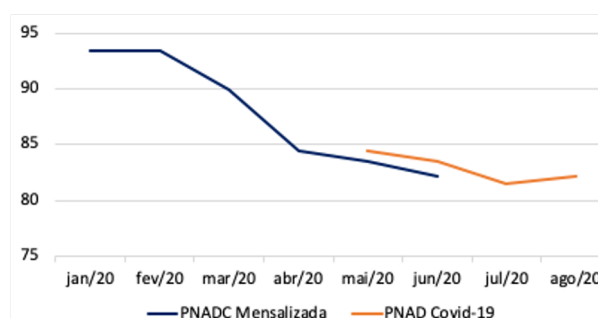
Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Caso a jornada média não tivesse sido alterada – isto é, caso todo impacto da crise tivesse sido na forma de perda de ocupações – e a força de trabalho não tivesse sofrido alteração, a taxa de desocupação teria sido de 29,7%.

Ainda que não tenha sido publicada a nova PNAD Contínua, referente ao trimestre móvel terminado em julho de 2020, o IBGE continua atualizando a PNAD Covid-19, cuja edição semanal chegou à última semana de agosto. O Gráfico 5 mescla os dados referentes às duas pesquisas desde o início de 2020, com a primeira já mensalizada, de acordo com a metodologia de Hecksher (2020).

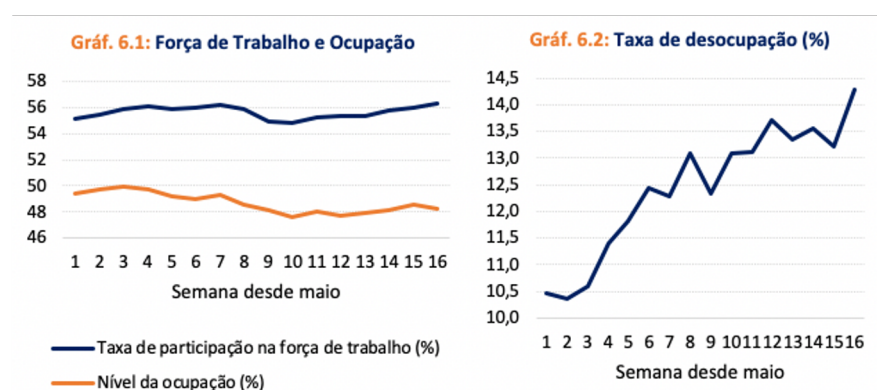
Como se vê, após um novo registro de queda da ocupação em julho, a PNAD Covid-19 aponta uma parcial e ainda fraca recuperação nas primeiras três semanas de agosto. O Gráfico 6, por sua vez, mostra que, após repiques de quedas na metade de julho, tanto a taxa de participação quanto a de ocupação mostram sinais de crescimento nas últimas semanas – ainda que esta última de forma menos intensa e com mais flutuações negativas, levando a uma tendência de alta da taxa de desocupação.

Gráfico 5: População Ocupada de Acordo com as Pesquisas (em milhões)



*agosto como média das 4 semanas. Fonte: PNADC e PNAD Covid-19 (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 6: Indicadores do Mercado de Trabalho segundo a PNAD Covid-19

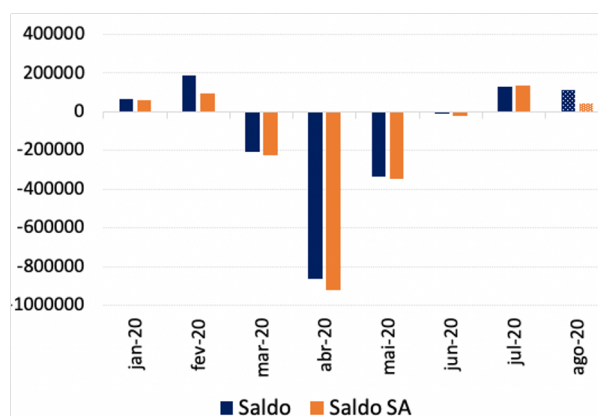


Fonte: PNAD Covid-19 (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

O Caged, por sua vez, após acumular elevadas quedas entre março e junho, registrou em julho a abertura de 131 mil postos de trabalho formais. Essa alta, que novamente surpreendeu tanto o Ibre quanto o mercado, se explica ainda mais fortemente pela redução dos desligamentos, tal como nos meses anteriores

A expressiva queda do número dos desligamentos sugere uma combinação do efeito das políticas adotadas pelo governo de suspensão de contrato e redução da jornada de trabalho, junto a uma possível subnotificação das empresas de seu efetivo desligado. Essa última causa explicaria, portanto, o descompasso entre Caged e PNAD Contínua ou PNAD Covid-19. Para agosto, espera-se novo saldo positivo no Caged, de 114 mil vagas.

Gráfico 7: CAGED 2019-20



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

Daniel Duque

4. Inflação

Alimentação volta a pressionar a inflação

Após uma rápida trégua em julho, quando subiram apenas 0,1% no IPCA, os preços de produtos alimentícios cresceram 1,2% em agosto, voltando a pressionar a inflação. Com a nova alta, a taxa em 12 meses retomou a trajetória de aceleração, atingindo 11,4%, após cinco aumentos consecutivos.

A alta é bastante espalhada e não faltam destaques entre os alimentos. Os itens componentes da cesta básica, por exemplo, estão entre os que acumulam as maiores elevações. Entre setembro de 2019 e agosto de 2020, o arroz e o feijão, dupla que não falta no prato do brasileiro, subiram mais de 25%. Outros aumentos relevantes a pressionar o custo de vida, na mesma base de comparação, são os do óleo de soja (33,4%), carnes bovinas e suínas (27%), laticínios (11,6%) e aves e ovos (10,6%).

Entre as razões da escalada de preços dos alimentos, pode-se elencar o aumento em dólar dos preços de *commodities* importantes, como soja e milho, o aumento do volume de exportações, principalmente para a China, e a desvalorização cambial, intensificada a partir da chegada da pandemia no Brasil.

O aumento recente da demanda chinesa impulsiona os preços em dólar de *commodities* agrícolas no mercado internacional. O valor da soja, por exemplo, passou de US\$ 9,13 para US\$

9,91² por bushel nos 30 dias até 16/09, acumulando alta de 8,5%. No Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-10), que incorpora ainda os efeitos da variação cambial, o aumento médio da soja nos 30 dias até 10 de setembro foi de 13,5%. Comportamento semelhante apresentou o preço do milho: o valor da *commodity* em dólar passou de US\$ 3,17 para US\$ 3,66³ por bushel, subindo 11,8% no mesmo período. No IPA-10 de setembro, a variação foi de 15,2%.

A escalada dos preços dos grãos vem contribuindo também para o aumento dos custos das proteínas. As rações para trato animal, muito demandadas em períodos de estiagem, seguem em aceleração. O preço avançou 6,7% em setembro e acumula alta de 55,9% em 12 meses. O avanço dos custos da pecuária e o aumento do volume de exportação de carnes explicam a alta dos preços dos animais vivos. Suínos (77,0%), bovinos (52,4%) e aves (17,5%) acumulam altas expressivas nos últimos 12 meses.

Além do impacto no preço das carnes, as *commodities* também pressionam os preços do leite e de seus derivados. Em 12 meses, segundo o IPA-10 de setembro, o preço do leite *in natura* subiu 41,6% e o produto industrializado, ainda ao produtor, 37,5%. O avanço do preço ao produtor impulsiona o preço no varejo. No IPC-10 de set/20, o leite longa vida acumula alta de 21,8% em 12 meses.

Seguindo a tendência do IPA com alguma defasagem e menor intensidade, a pressão inflacionária dos alimentos tende a persistir ao nível do consumidor em setembro. O Monitor da Inflação da FGV IBRE, que simula diariamente a inflação oficial do IBGE, antecipa alta em torno de 2% para os gêneros alimentícios neste mês. Se a taxa se confirmar, a variação acumulada em 12 meses saltará de 11,4% para 14,4%, sendo a maior desde outubro de 2016, quando a alta acumulada chegou a 14,8%.

Compensando em parte o desafio imposto pelos alimentos, que respondem por 20% da inflação ao consumidor, as demais classes de despesa elencadas pelo IPC seguem sem demonstrar pressão inflacionária. As taxas acumuladas em 12 meses para bens duráveis (0,03%) e serviços livres (0,9%), para as quais se registra variação abaixo do IPCA, ilustram como a incerteza trazida pela pandemia e pelo agravamento da dívida pública vem influenciando a economia e contribuindo para o distanciamento da inflação ao produtor (que em parte se sustenta pela desvalorização cambial) da inflação ao consumidor, cuja demanda continua sendo afetada pela apatia da atividade econômica.

A inflação ao consumidor, que em agosto fechou em 0,24% de acordo com o IPCA, deve seguir pressionada pela escalada dos preços dos alimentos ao longo do próximo trimestre, impulsionando a expectativa de inflação para 2020 na direção do piso da meta de inflação, que é hoje de 2,5%.

André Braz

² Fonte [macrotrends.net](https://www.macrotrends.net)

³ Fonte [macrotrends.net](https://www.macrotrends.net)

5. Política Monetária

O BC diante do choque de preços ao nível do produtor e dos prêmios de risco embutidos nos juros de mercado

É bem possível que, na mais recente reunião do Copom, os dirigentes do Banco Central tenham dado atenção a dois assuntos especialmente relevantes no momento presente. O primeiro diz respeito ao expressivo alargamento da distância entre o comportamento dos preços ao produtor, de um lado, e dos preços ao consumidor, de outro. O segundo tem a ver com a significativa elevação dos juros de mercado no período entre reuniões, movimento esse certamente relacionado com a piora das expectativas dos participantes de mercado sobre o andamento das questões fiscais.

O comunicado pós-reunião não traz informações relevantes a respeito do teor das discussões sobre esses assuntos. Na realidade, no tocante ao que dissemos acima, refere-se apenas a um movimento de “alta temporária nos preços dos alimentos” e a uma certa “normalização parcial do preço de alguns serviços”. Para uma visão mais completa, precisaremos aguardar a ata da reunião do Copom.

O primeiro dos temas aqui levantados foi abordado na seção sobre inflação do Boletim Macro do mês passado, escrita por André Braz. Em seu texto, André chama a atenção para o aumento da distância entre as taxas de crescimento do IPA e do IPCA, em doze meses, a partir do início da pandemia, ou seja, no período compreendido entre fevereiro e julho do corrente ano. No nível do produtor, em fevereiro, os preços cresciam a um ritmo de 7,7% ao ano, enquanto no nível do consumidor o crescimento era de 4,0%. Em julho, essas taxas haviam evoluído para 14,3% e 2,3%, respectivamente. Em consequência, a diferença passou de 3,7 pontos percentuais para 12,0, atingindo sua maior expressão desde 2008.

Observando o comportamento do IPA por estágios de processamento, André Braz assinala que a maior contribuição para o referido distanciamento vem da evolução dos preços das matérias-primas brutas, ou seja, o fenômeno tem origem na etapa inicial do processo produtivo. Nas etapas seguintes, envolvendo bens intermediários e bens finais, a alta de preços tem sido mais modesta.

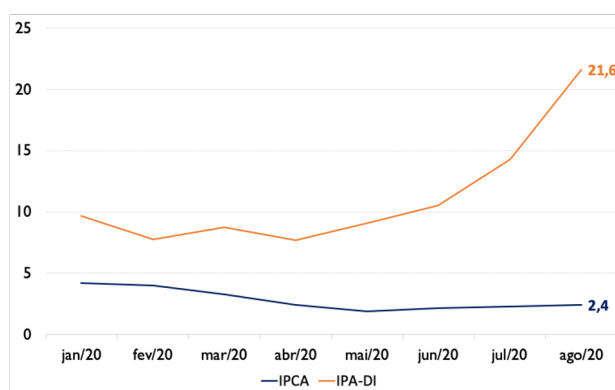
Os Gráficos 8 e 9 ilustram o que escrevemos acima. Tais figuras trazem uma atualização dos números apresentados por André no Boletim do mês passado, e deixam claro o alargamento da distância entre o IPA e o IPCA no último mês. A diferença agora é de 19,2 pontos percentuais no crescimento em doze meses. Os novos dados revelam também que os preços das matérias-primas brutas experimentaram expressiva aceleração, com claros reflexos nas cotações dos bens intermediários e dos finais, última etapa antes de chegarem aos preços ao consumidor.

Dentre os itens com peso relevante no conjunto das matérias-primas, destaca-se o comportamento das cotações do minério de ferro e da soja em grãos, com alta de 77,1% e 51,7%, respectivamente, de fevereiro até agosto. Note-se que, nesse período, a moeda nacional sofreu depreciação de 25,7%.

Como assinalamos de início, na reunião do Copom, os dirigentes do BC devem ter discutido esse assunto com especial cuidado. Por certo, não se trata de um movimento que justifique alteração na condução da política monetária. Afinal, os choques observados no nível do produtor não chegaram aos preços ao consumidor. Serviços e preços administrados, cujos pesos no IPCA são de 37,1% e 25,8%, respectivamente, têm apresentado alta modesta nos últimos doze meses, da ordem de 0,9% e 1,1%, respectivamente, concorrendo para que o índice cheio apresente elevação de 2,4%, a despeito da alta de 11,4% dos preços de alimentos. Além disso, o mencionado choque de preços em nada modificou as expectativas de inflação, elemento fundamental em termos de influência sobre o processo inflacionário. Não há motivo, portanto, para maiores preocupações, mas o fenômeno aqui discutido precisa ser acompanhado com o devido cuidado, uma vez que, cedo ou tarde, o repasse de choques no nível do produtor acaba chegando ao nível dos preços ao consumidor.

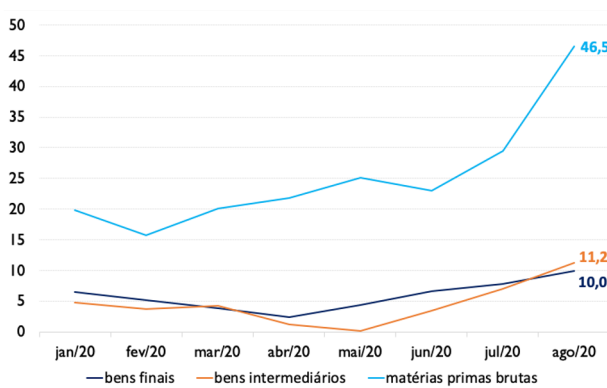
Tais considerações por si só constituem motivo importante para o BC ter optado por manter estável a taxa Selic, na reunião de setembro. Razão adicional para assim proceder é o fato de que, no intervalo entre reuniões do Copom, a curva de juros deslocou-se ainda mais para cima, como mostra o Gráfico 10. Muito possivelmente, esse movimento reflete aumento das preocupações com o andamento das discussões em torno dos nossos problemas fiscais. Na realidade, não parece exagero dizer que o risco fiscal aparece também em outros ativos, como câmbio e bolsa,

Gráfico 8: Descolamento Incomum entre Preços ao Produtor e ao Consumidor. IPCA e IPA-DI (12 Meses, %)



Fontes: IBGE; FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 9: Choques Fortes nos Preços de Matérias-Primas Brutas. Estágios de Processamento IPA-DI (12 Meses, %)



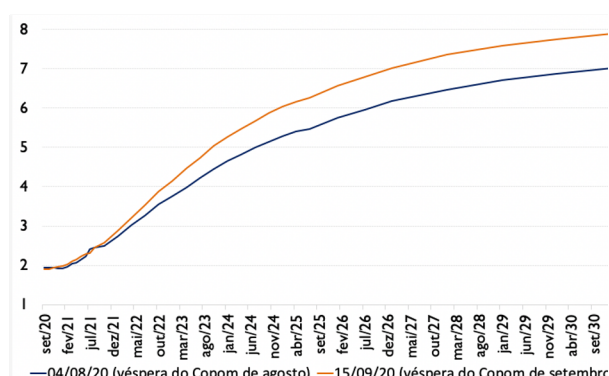
Fonte: FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Setembro de 2020

e nas negociações com títulos públicos de modo geral. Os participantes de mercado estão sinalizando baixo grau de convicção acerca de um confortável ajuste das contas públicas. Sinais desse tipo não devem ser desprezados pelas autoridades monetárias, não fazendo sentido, portanto, promover redução adicional da taxa Selic.

De qualquer modo, possivelmente ambos os assuntos permanecerão relevantes ainda por um bom tempo, devendo ser cuidadosamente acompanhados pelas autoridades monetárias.

Gráfico 10: Preocupações Fiscais Produziram Alta dos Juros de Mercado. Curva de DI's. Prêmio de Risco Ausente Apenas na Taxa Selic (%)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Orçamento em 2021 e teto dos gastos como última âncora fiscal

A necessidade de ação direta e imediata do Estado imposta pela pandemia da Covid-19 de forma global trouxe consigo também enorme incerteza quanto ao adequado tratamento econômico e social do legado a ser deixado pela crise. No Brasil, a peça orçamentária enviada em abril ao Congresso contendo as metas, diretrizes e prioridades para o ano que vem, o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) 2021, já trazia dados desatualizados frente ao novo cenário. A divulgação do Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) 2021 no fim de agosto ganhou, dessa forma, grande destaque. A expectativa era que a proposta trouxesse mais clareza sobre como o governo brasileiro iria (e se iria) harmonizar sustentabilidade fiscal, demandas por mais investimentos públicos e, especialmente, a manutenção de um programa robusto de transferência de renda aos fragilizados pela pandemia.

Com a trajetória incerta de arrecadação evidenciada pelos desafios em retomar de forma vigorosa a atividade econômica, o PLOA reforçou a meta fiscal flexível já prevista pelo PLDO, com o objetivo de evitar contingenciamentos no caso de frustração de receitas. Dessa forma, a principal restrição fiscal ao orçamento de 2021 ficou a cargo do teto de gastos. A previsão de seu cumprimento na peça orçamentária, somada à decisão de discutir apenas posteriormente a criação do programa Renda Brasil, fizeram com que a expectativa de maiores esclarecimentos em torno da proposta no texto da lei orçamentária fosse consideravelmente frustrada.

As incertezas e os riscos econômicos que nos aguardam em 2021 parecem só aumentar com o frequente desencontro de discursos entre governo e equipe econômica. As declarações do presidente da República, após o envio do PLOA, de que a criação do Renda Brasil estaria descartada, enterram os planos de um novo programa de transferência de renda em 2021 e, consequentemente, põem em dúvida a futura capacidade de sustentação da demanda e da atividade econômica na ausência desse importante socorro financeiro.

Enquanto isso, no orçamento, velhas incertezas para o próximo ano foram apenas renovadas. É o caso do baixo nível de despesas discricionárias, que ameaça o custeio básico da máquina pública e o investimento público. O orçamento prevê um volume de despesas discricionárias de R\$ 96 bi. O valor é 16,5% inferior ao previsto para 2020⁴ na rubrica, e ressuscita o debate sobre o possível *shutdown* da máquina pública, com a impossibilidade de execução de serviços básicos devido à ausência de recursos, além de investimento público líquido muito baixo.

Para que o orçamento seja exequível, será necessário enorme esforço de definição de prioridades tanto no custeio, buscando-se o corte de gastos não essenciais, quanto no investimento, priorizando mais do que nunca projetos de maior retorno, como os ligados ao setor de saneamento. A pressão sobre as despesas discricionárias poderá ser ainda maior caso gastos não previstos no orçamento se confirmem para 2021. Não está prevista, por exemplo, a possibilidade de o veto à desoneração da folha ser derrubado, o que geraria despesa adicional no próximo ano e reduziria ainda mais o espaço do teto de gastos.

Cabe destacar que a recente manifestação política do governo de não criar o Renda Brasil deixa à deriva demandas altamente prováveis por mais gastos, dada a continuidade da pandemia no Brasil e de seus efeitos após 31 de dezembro deste ano. Ressalta-se também que a posterior revisão do INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) de 2020, 15 dias após o envio do PLOA, ampliou a pressão fiscal sobre os cofres da União em 2021. A nova estimativa para o INPC, passando de 2,09% para 2,35%, tem impacto direto sobre a despesa primária, já que o índice serve como fator de reajuste do salário mínimo, ao qual estão indexados benefícios previdenciários e assistenciais.

A criação do teto de gastos não tinha como objetivo impedir o socorro à população em contextos de calamidade. A intenção era, ainda que caibam críticas ao seu desenho, promover mudanças urgentes na trajetória das despesas primárias em prol da maior sustentabilidade fiscal, em especial, através de reformas estruturais. No curto prazo, no entanto, a crise sanitária e econômica que marcou 2020 instaurou necessidades que estavam fora do radar de qualquer governo. No caso do Brasil, foi possível recorrer à abertura de créditos extraordinários para custear medidas de enfrentamento da pandemia, solução que permitiu que o teto não fosse abandonado.

⁴ Em comparação com o valor de despesas discricionárias previsto para 2020 na terceira reprogramação orçamentária bimestral.

O nível de urgência vivido em 2020 permitiu também um aumento robusto da dívida pública sem prejuízo de iguais proporções ao seu custo de financiamento. Com a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) aumentando 11 p.p. do PIB nos últimos 7 meses, além da incerta recuperação da atividade econômica em 2021 e da ausência de perspectiva de superávit primário no médio prazo, é difícil imaginar um cenário para o ano que vem em que o descumprimento do teto de gastos não implique graves prejuízos à capacidade de financiamento público.

A realidade deixada pela crise soma-se à importância assumida pelo teto de gastos como âncora fiscal no país para formar um quadro político e fiscal complexo. Antecipa-se que não tardará para que uma revisão dessa regra fiscal aconteça. O desenho de tais alterações será decisivo para que não sinalize o desembarque do tão valioso compromisso com a solvência do país. Caso contrário, sem âncoras, nos restará o árduo exercício de tentar evitar que o Brasil afunde num redemoinho de riscos do qual será difícil escapar.

Juliana Damasceno e Matheus Rosa Ribeiro

7. Setor Externo

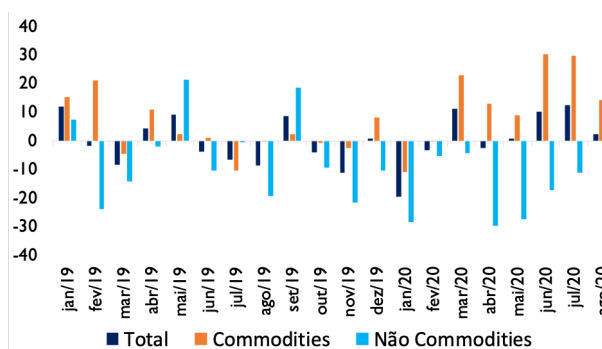
Desaceleram as exportações e as importações continuam em queda

O saldo da balança comercial de agosto foi de US\$ 6,6 bilhões, elevando o superávit acumulado no ano para US\$ 36,3 bilhões. O resultado, como tem ocorrido ao longo de 2020, é explicado pela acentuada queda nas importações (28,5% entre os meses de agosto de 2019 e 2020) e não por uma melhora nas exportações, que recuaram 9,8%.

Em agosto, as operações com plataformas de petróleo não influenciaram os resultados, mas, na análise do acumulado do ano, é importante separá-las. No caso das importações, a variação no acumulado até agosto em relação a igual período de 2019 registrou uma queda de 6,6% (com plataforma) e de 9,4% (sem plataforma). Para as exportações a variação foi positiva, sendo de 1,5% (com plataforma) e de 2,4% (sem plataforma).

O ritmo de crescimento no volume exportado desacelerou (2,2%) na comparação interanual de agosto em relação aos resultados de junho e julho, quando os percentuais na variação ficaram

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



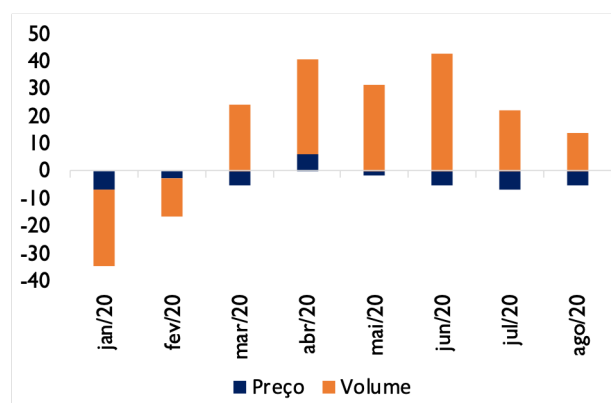
Fonte: ICOMEX (IBRE/FGV). Elaboração: IBRE/FGV.

ao redor de 11% (Gráfico 11) Contribuiu para esse resultado a queda das exportações de não *commodities* (-13,9%) e a menor variação nas vendas de *commodities* (14,3%), após atingirem variações recordes nos meses de junho (30,2%) e julho (29,7%). Ressalta-se que a participação das *commodities* foi de 68% no valor das exportações acumuladas no ano até agosto de 2020.

As exportações de não *commodities* têm registrado variações negativas interanuais desde outubro de 2019, como mostra o Gráfico 1. No caso das *commodities*, as variações são positivas, desde março de 2020 e, na série toda, apenas ocorreram sete episódios de variações negativas. No caso das não *commodities*, foram 17 episódios. Observa-se que a principal contribuição para o aumento das exportações de *commodities* tem sido as vendas externas do setor agropecuário (Gráfico 12), puxadas pelo aumento do volume, pois os preços dos produtos agropecuários têm recuado na comparação interanual mensal. A desaceleração no ritmo de variação das exportações do setor em agosto, que influenciou o resultado de menor variação das exportações totais, era esperado. No segundo semestre, os embarques de soja, o principal produto de exportação do setor, diminuí e a China começou a reduzir as suas compras após garantir os estoques desejados.

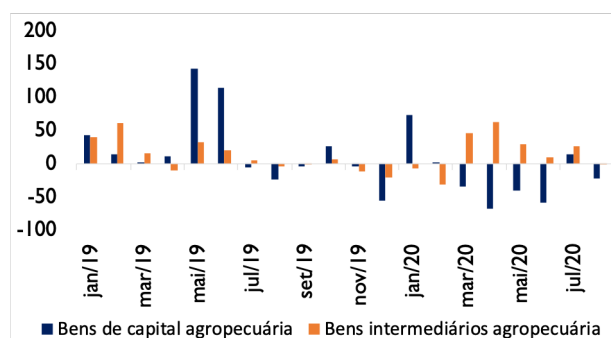
O recuo nas importações entre agosto de 2020 e 2019 foi de 21,7%, menor do que o da comparação interanual de julho (queda de 28%). O comportamento do volume importado é distinto entre os setores. Na agropecuária, as importações aumentaram 1,3% entre os meses de agosto de 2019 e 2020 e, na comparação do acumulado do ano, houve um recuo de 0,3%.

Gráfico 12: Variação (%) no Volume e nos Preços de Exportação do Setor Agropecuário
(mês contra mês do ano anterior)



Fonte: ICOMEX (IBRE/FGV). Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 13: Variação (%) no Volume Importado pelo Setor de Agropecuária
(mês contra mês do ano anterior)



Fonte: ICOMEX (IBRE/FGV). Elaboração: IBRE/FGV.

Na indústria de transformação, a queda foi de 22% na comparação mensal e de 6,2% no acumulado do ano.

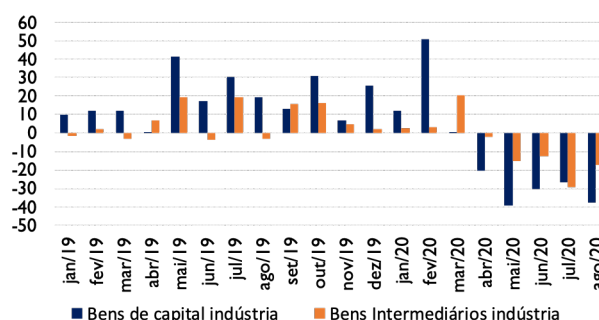
Na agropecuária, foram observados aumentos nas importações de bens de capital em quase todos os meses de 2019 e, em 2020, predominou o registro de quedas. O setor, portanto, estava preparado para atender ao aumento da demanda proveniente da China este ano. As variações das compras de bens intermediários refletem os níveis de atividade e, em agosto, desaceleraram.

Na indústria de transformação, o ano de 2019 foi marcado pelo aumento nas compras de bens de capital (exclusive as plataformas de petróleo), que se manteve até fevereiro de 2020. Com comportamento similar ao da agropecuária, as expectativas positivas para o crescimento econômico de 2020, junto com um câmbio relativamente estável e pouco desvalorizado em 2019, ajudam a explicar esse resultado (Gráfico 15). A partir de abril, caem as importações de bens de capital e de bens intermediários. Nesse caso, o efeito do nível de atividade se sobressai ao da desvalorização cambial.

O comportamento das importações não acompanha até o momento os resultados divulgados sobre uma melhora no nível de atividade do Brasil em julho de 2020. A desvalorização cambial e o aumento dos custos de frete no mercado internacional contribuem para a queda nas importações. Se essa desvalorização persistir, e com o início de uma recuperação econômica, mesmo que tênue, a pergunta é se haverá uma rodada de substituição de importações. Ainda é cedo para responder.

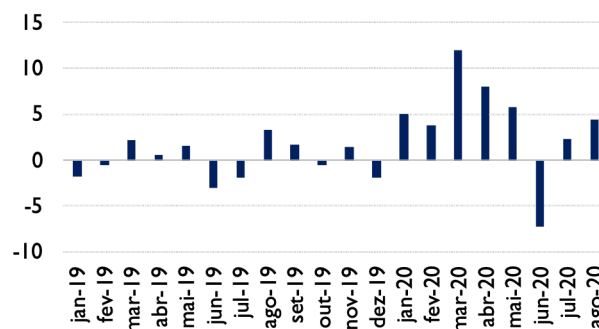
A análise de agosto da balança indica novamente o que temos chamado atenção ao longo dos últimos Boletins: é preciso assegurar que o país continue alinhado com as demandas do

Gráfico 14: Variação (%) no Volume Importado pela Indústria de Transformação
(mês contra mês do ano anterior)



Fonte: ICOMEX (IBRE/FGV). Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 15: Variação (%) Mensal da Taxa de Câmbio Efetiva Real
(mês contra mês do ano anterior)



Fontes: Bloomberg; BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

mercado internacional na agenda do desenvolvimento sustentável, para que não se percam os ganhos até o momento obtido nas exportações de *commodities*.

Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

A nova política do Fed

De tempos em tempos, o Fed redefine seus objetivos de longo prazo e atualiza sua estratégia de política monetária. Fez isso novamente agora, aproveitando a ocasião do tradicional encontro de Jackson Hole. A atualização anterior ocorrera em 2012.

Duas foram as motivações fundamentais para estabelecer novos objetivos e definir uma nova estratégia. Primeiro, as dificuldades para cumprir a meta de inflação de 2,0% ao ano, introduzida oito anos antes. Segundo, a tendência declinante da taxa de juros de equilíbrio. Essas são duas características importantes do novo ambiente macroeconômico prevalecente não apenas nos Estados Unidos, mas também em outros países avançados, e que compõem um cenário compatível com a tese da estagnação secular.

Inflação baixa e por vários anos inferior à meta é algo que afeta fundamentalmente a formação de expectativas inflacionárias. Para os agentes econômicos, fica difícil acreditar na convergência da inflação à meta quando os números observados não dão respaldo a essa possibilidade. Em anos recentes, isso se tornou particularmente relevante devido à notória perda de inclinação da Curva de Phillips, caracterizando uma situação em que desemprego baixo não pressiona a inflação para cima, como em outros tempos. Nesse caso, a inflação corrente passa a ser fundamentalmente determinada pelas expectativas, formando-se, assim, uma espécie de círculo vicioso. Em outras palavras, a inflação tende a se “perpetuar” em patamar baixo. Com isso, os juros também ficam muito baixos, algo bem pouco confortável.

Os estudos do Fed já estavam bem adiantados, com vistas a tentar encontrar uma solução para essa questão, quando sobreveio a pandemia. A nosso ver, esta, por sua vez, tende a acentuar as forças que já atuavam sobre a economia, concorrendo ainda mais para o enfraquecimento da demanda. Anunciar uma nova estratégia tornou-se então premente.

Objetivando de algum modo promover a elevação das expectativas de inflação, o que levaria à redução adicional dos juros reais da economia, o Fed forneceu duas sinalizações. Primeiro, os 2,0% de meta de inflação passam a ser vistos como uma média, a ser cumprida num período indefinido, ficando claro que o Fed tolerará inflação moderadamente acima da meta, por algum tempo. Segundo, a política monetária será acomodatória quando o emprego estiver aquém do considerado “máximo”, mas não será necessariamente apertada na hipótese de o emprego superar o “máximo”.

A mensagem contida nessas duas sinalizações é simples: o Fed manterá os juros básicos da economia bem pertos de zero, por um longo tempo. Para muitos analistas, o Fed precisaria

reforçar os sinais emitidos em agosto, mostrando-se mais específico no tocante a suas intenções de política. Tal reforço veio agora, no encontro do Fomc de setembro.

Além do que já havia sinalizado, diante de situações de inflação persistentemente abaixo da meta, o Fed buscará inflação moderadamente acima de 2,0%, por um tempo, de maneira a que a média fique em 2,0% e as expectativas ancoradas nesse nível, comprometendo-se a manter a política acomodatória até que se obtenham esses resultados. Adicionou o compromisso de manter a taxa básica de juros na faixa de zero a ¼ por cento até as condições do mercado de trabalho se mostrarem compatíveis com o nível de emprego considerado máximo e a inflação chegar a 2,0%, com tendência de exceder esse nível moderadamente.

Indiscutivelmente, optou-se agora por algo mais específico, como muitos esperavam. Resta saber se tais sinalizações de fato concorrerão para que os objetivos sejam cumpridos.

José Júlio Senna

9. Em Foco IBRE: Decomposição mostra que impacto da pandemia influenciou a renda média positivamente

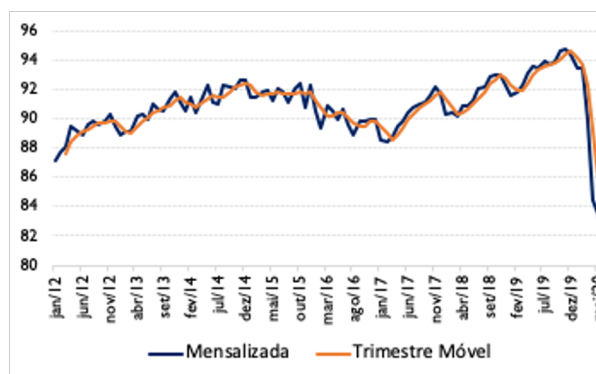
Em meio a crises econômicas, com altas da taxa de desemprego, aumento do número de trabalhadores procurando qualquer ocupação, com qualquer rendimento, a renda média tende a sofrer forte queda. Como se vê pelo Gráfico 16, de fato o volume de ocupações no Brasil experimentou grande redução, e está atualmente em seu menor nível em toda série histórica da PNAD Contínua.

No entanto, em relação à renda média, o comportamento apresentado pela PNAD Contínua tem se mostrado menos em linha com experiências anteriores. Adicionalmente, o IBGE orientou seus

entrevistadores a realizar o questionamento do rendimento habitual em relação ao período anterior à pandemia. Assim, comportamentos observados da renda do trabalho habitual e efetiva seguiram tendências mostradas no Gráfico 17.

Como se vê, houve, a partir de abril de 2020, grande divergência entre a renda habitual e efetiva, com rápida elevação da primeira e tendência de queda da última. O aumento do rendimento habitual é particularmente surpreendente, tendo em vista que, em nenhum

Gráfico 16: Volume de Ocupações no Brasil



Fonte: PNAD Contínua. Elaboração: IBRE/FGV.

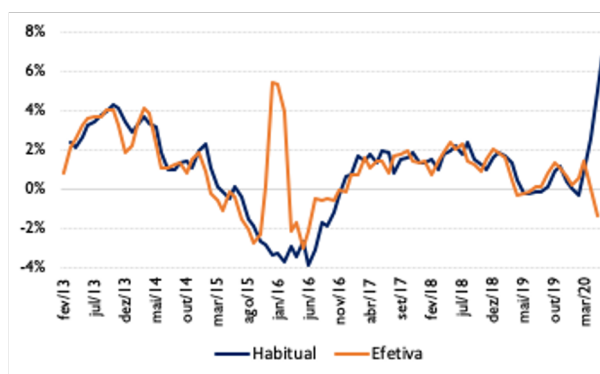
momento da série histórica, tinham sido registrados aumentos superiores a 5%, e em junho já tinha se atingido 7% de alta.

Fenômeno semelhante pode também se observar na PNAD Covid-19. Sendo mais atualizada, já mostrando inclusive altas recentes da renda efetiva, a pesquisa mostra ainda níveis da renda do trabalho habitual significativamente superiores aos da efetiva até julho.

A PNAD Contínua não divulga as horas trabalhadas em seus dados mensais, de modo que o comportamento das variáveis de rendimento do trabalho pode estar sendo afetado pela redução da jornada de trabalho. O Gráfico 18 mostra, por trimestre, o rendimento por hora trabalhada, tanto habitual quanto efetivamente.

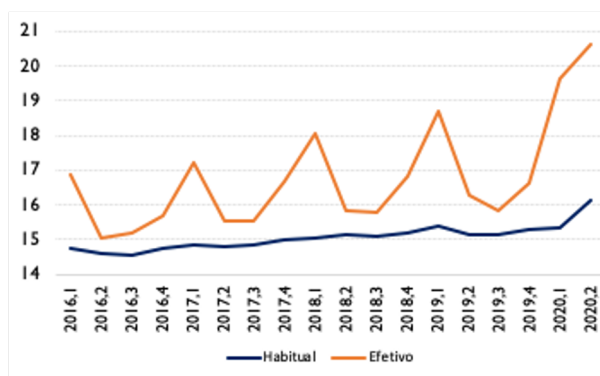
Como se vê, quando se divide pelo número de horas trabalhadas, tanto a renda do trabalho habitual quanto a efetiva registram significativo aumento no período da pandemia – inclusive com comportamento mais acelerado no caso da segunda. No entanto, nota-se ainda uma segunda distorção devido à pandemia: enquanto no rendimento e horas de trabalho habituais não se registram valores zero, o mesmo não é verdade no caso da efetiva, que registrou uma grande elevação do número de trabalhadores com nenhuma renda do trabalho e, ainda mais, com nenhuma hora trabalhada.

Gráfico 17: Variação Interanual Real da Renda Média do Trabalho Habitual e Efetiva



* A alta da renda do trabalho efetiva entre o último trimestre de 2015 e o primeiro de 2016 se deve a uma mudança da metodologia de captação do IBGE (que passou a incorporar perguntas de apoio), que fez com que os entrevistados incluíssem pela primeira vez em suas respostas outros rendimentos efetivos do trabalho. Fonte: PNAD Contínua. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 18: Renda do Trabalho por Hora Trabalhada

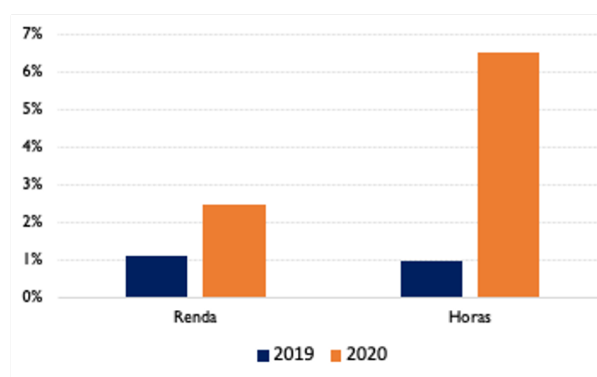


Fonte: Microdados da PNAD Contínua.
Elaboração: IBRE/FGV.

Há várias possíveis razões pelas quais teria havido um significativo aumento do contingente de trabalhadores que não trabalhou, mas recebeu alguma renda do trabalho (5% no segundo trimestre de 2020, frente a 0,9% um ano antes). Uma das principais razões possíveis é o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (BEm), que permitiu, além da redução da jornada de trabalho, a própria suspensão do contrato (ou seja, não realização de nenhum trabalho no período), com compensação do salário paga pelo governo federal (considerada renda do trabalho).

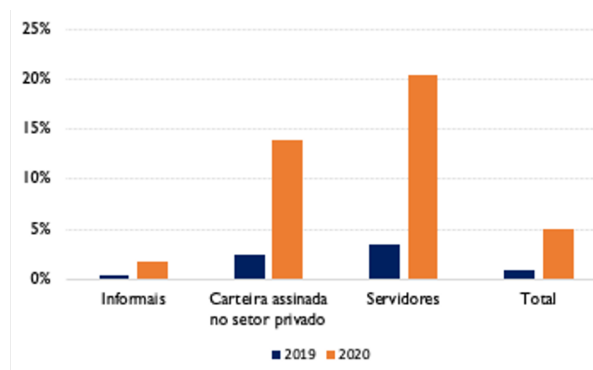
De fato, como mostra o Gráfico 20, ao limitar o universo de trabalhadores para aqueles com carteira assinada no setor privado, o percentual dos que estavam sem trabalhar qualquer hora, mas recebendo rendimentos, passou de 2,43% no segundo trimestre de 2019 para 13,8% no ano seguinte. Além disso, verifica-se também que os servidores representaram grande parcela dentre aqueles que não trabalharam qualquer hora, mas receberam renda do trabalho (nesse caso, salários se mantiveram mesmo sem realização da atividade, como no caso da maior parte dos professores da rede pública), pulando de 3,45% para 20,4% entre 2019 e 2020, no segundo trimestre. Já os trabalhadores informais nessa condição se limitaram a apenas 1,9% nesse período, frente 0,3% no ano anterior.

Gráfico 19: Proporção de Trabalhadores com Efetivamente Zero Rendimento e Zero Horas no Segundo Trimestre de 2019 e 2020



Fonte: Microdados da PNAD Contínua.

Gráfico 20: Percentual de Trabalhadores com Zero Hora Efetivamente Trabalhada e Rendimentos Efetivos do Trabalho Não Nulos



Fonte: Microdados da PNAD Contínua.
Elaboração: IBRE/FGV.

Hipóteses do aumento do rendimento médio

Como exposto acima, durante a pandemia, apesar da crise no mercado de trabalho, houve tendência de elevado aumento da renda média do trabalho, tanto habitual quanto efetiva (esta última em relação às horas trabalhadas). Ainda que tal comportamento seja contraintuitivo, há diversas hipóteses que podem explicá-lo. Por exemplo, sabe-se que uma das particularidades dessa crise econômica é seu maior impacto sobre o setor informal. Tendo em vista que, em tal segmento, os rendimentos do trabalho são inferiores aos do setor formal, a maior redução desses na população ocupada poderia levar a uma elevação da média. Esse fenômeno costuma ser chamado de “efeito composição”.

A recente “formalização” (tendo em vista que há mais perdas de postos de trabalho informais do que formais) devido à pandemia, por outro lado, pode não ser o único efeito que explica o aumento da renda média, tal como discutido em Duque (2020a). Há, desse modo, ainda duas alternativas plausíveis a serem objetos para investigação: (i) o efeito composição dentro dos setores e; (ii) um possível viés de captação devido à mudança da forma como era feita a entrevista, de forma presencial para telefone.

A hipótese (i) é uma extensão da primeira: ela pressupõe que há um “efeito composição” também dentro dos tipos de ocupações, nos quais os trabalhadores de menor rendimento estão sendo expulsos do mercado de trabalho, elevando assim a média da renda. Já a hipótese (ii) é mais problemática: ela pressupõe que, tendo o IBGE alterado sua forma de realizar entrevista, de presencial para por telefone, acabaria incorrendo em um viés de captação, devido a pessoas respondendo que possuem rendimentos mais altos do que os que declarariam em uma entrevista pessoal (também pode haver um problema de amostragem, com o IBGE não conseguindo chegar a domicílios mais pobres por telefone).

Para avaliar qual das duas hipóteses poderia explicar o aumento do rendimento habitual do trabalho, Duque (2020a) stressou a hipótese do efeito composição, em uma simulação, usando os microdados do primeiro trimestre, na qual todos os trabalhadores de menor rendimento seriam expulsos do mercado de trabalho na magnitude da queda da população ocupada (PO). As simulações indicaram que um efeito composição de maior potência geraria uma renda média acima do nível observado, mesmo computando um cenário de efeito nível negativo de até 3%. Esse resultado indica, portanto, que um forte efeito composição pode de fato ter papel predominante no aumento da renda habitual.

Oaxaca-Blinder

A decomposição de Oaxaca-Blinder (1973) é comumente utilizada com objetivo de estudar os fatores responsáveis pelas diferenças de “outcomes” entre grupos. Em geral, se usa essa técnica para decompor a desigualdade (do logaritmo) dos salários com base em modelos de regressão linear, de forma a gerar um contrafactual, dividindo o diferencial dos salários entre dois grupos. Ao primeiro, é atribuída a parcela da diferença de salários explicada por diferentes

características produtivas, como a educação ou os anos de experiência, enquanto, ao segundo, se atribui a parcela de tal desigualdade que não pode ser explicada por tais diferenças nos determinantes salariais.

O modelo estimado será posteriormente utilizado para distinguir entre a importância de alterações nos determinantes e um componente não explicado, derivado de como o mercado valoriza diferentemente tais determinantes – normalmente atribuído à discriminação. Neste caso, porém, essa decomposição será utilizada a fim de determinar quanto a diferença entre os salários dos trabalhadores entre 2019, ano antecedente ao da pandemia, e 2020 (ambos no segundo trimestre) é determinada pelas características desses trabalhadores, e quanto de tal diferença se dá por um fator não explicado, que pode ser atribuído ao viés de captação.

O resultado da decomposição de Oaxaca-Blinder depende, em grande parte, da especificação do modelo atribuído aos salários. Usando a PNAD Contínua, serão incluídas as seguintes variáveis para explicar a renda:

$$\begin{aligned} \ln(Renda)_i = & \beta_0 + \beta_1 Homem_i + \beta_2 Branco_i + \beta_3 Formal_i + \beta_4 Urbano_i + \beta_5 Capital_i \\ & + \beta_6 RM_i + \sum_k \beta_k Educ_{k,i} + \sum_j \beta_j Idade_{j,i} + \sum_t \beta_t Exp_{t,i} + \sum_f \beta_f Ativ_{f,i} \\ & + \sum_u \beta_u Tipo_{u,i} + \sum_r \beta_r UF_{r,i} + \beta_h Horas_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Em que $Homem_i$ é uma variável dummy para se o trabalhador i é homem, $Branco_i$ é uma dummy para se este é branco, $Urbano_i$ é uma dummy para se este vive em uma zona urbana, $Capital_i$ é uma dummy para se sua cidade é uma capital, RM_i é uma dummy para se é uma Região Metropolitana (excluindo a capital). Já $Educ_{k,i}$ são dummies de níveis k de educação (Fundamental I, II, Ensino Médio e Ensino Superior), $Idade_{j,i}$ são faixas j de idade (25-39, 40-59, 60+), $Exp_{t,i}$ são faixas de tempo t na mesma ocupação (2 meses a um ano, um a dois anos, mais de dois anos), $Ativ_{f,i}$ são dummies de atividade econômica, $Tipo_{u,i}$ são dummies de tipo de ocupação, $UF_{r,i}$ são dummies do Estado no qual mora o trabalhador e $Horas_i$ são as horas trabalhadas. Os coeficientes β revelam as associações de tais características à renda.

Considerando que a renda está em logaritmo, a diferença R entre os dois grupos representará a variação percentual dos rendimentos do trabalho no período. Usando a metodologia de Oaxaca-Blinder, esta é decomposta em dois componentes:

$$R = Q + U$$

Em que o primeiro componente,

$$Q = \{E(X_{2020} - X_{2019})\}'\beta^*$$

é a parte do diferencial de resultado que é explicada por diferenças nas características associadas à renda (o “efeito de quantidade”), enquanto o segundo componente,

$$U = E(X_{2020})'(\beta_{2020} - \beta^*) + E(X_{2019})'(\beta^* - \beta_{2019})$$

é a parte não explicada.

Resultados

Os resultados serão apresentados para ‘renda do trabalho habitual’, ‘renda do trabalho efetivo’⁵ e ‘renda do trabalho habitual por hora trabalhada’⁶. A Tabela 3 apresenta o resultado das regressões com toda amostra, incluindo os dois anos.

Tabela 3: Resultado das Regressões Lineares para Preditores do logaritmo da Renda*

VARIÁVEL		HABITUAL	EFETIVA	HABITUAL POR HORA
HOMEM		0.249***	0.297***	0.202***
BRANCO		0.105***	0.082***	0.103***
FORMAL		0.331***	0.652***	0.231***
URBANO		0.127***	0.188***	0.113***
CAPITAL		0.181***	0.148***	0.171***
RM		0.06***	0.077***	0.053***
EDUCAÇÃO	Fundamental I	0.195***	0.21***	0.176***
	Fundamental II	0.3***	0.32***	0.284***
	Ensino Médio	0.404***	0.405***	0.384***
	Ensino Superior	0.821***	0.808***	0.798***
IDADE	25-39	0.217***	0.214***	0.188***
	40-59	0.353***	0.315***	0.326***
	60+	0.361***	0.162***	0.389***
EXPERIÊNCIA	2 meses-1 ano	0.162***	2.392***	0.123***
	1 a 2 anos	0.199***	2.458***	0.149***
	2 anos+	0.336***	2.583***	0.275***

⁵ Nesse caso, para rendimentos e horas trabalhadas nulas, será adicionado artificialmente um real.

⁶ Os resultados para renda do trabalho efetivo por hora trabalhada não serão apresentados devido à distorção causada pela grande alta do número de trabalhadores com zero hora trabalhadas, mas recebendo renda do trabalho.

ATIVIDADE				
ATIVIDADE	Indústria	-0.027***	0.013***	0.005***
	Construção	0.081***	0.116***	0.083***
	Comércio	-0.051***	-0.032***	-0.038***
	Transporte	0.07***	0.048***	0.084***
	Aloj. e Aliment.	-0.081***	-0.168***	-0.067***
	Inform. e Comum.	-0.008***	0	0.03***
	Adm. Pública	0.185***	0.356***	0.248***
	Educação e Saúde	-0.038***	0.147***	0.016***
	Outros serviços	-0.031***	-0.164***	0.034***
	Serviços Dom.	0.031***	0.099***	0.102***
	Mal definidas	-0.093***	-0.033***	-0.032***
	Diretores e gerentes	0.775***	1.098***	0.781***
	Ciências e Intelectuais	0.666***	0.995***	0.71***
TIPO	Técnicos de Nível Médio	0.391***	0.696***	0.414***
	Apoio Administrativo	0.151***	0.593***	0.17***
	Trab. de Serviços	0.155***	0.496***	0.168***
	Operários Qualificados	0.161***	0.487***	0.183***
	Operadores de Maquinário	0.188***	0.577***	0.183***
	Ocupações Elementares	0.036***	0.437***	0.068***
	Profissionais de segurança	0.629***	0.882***	0.629***
	Mal definidas	0.38***	0.687***	0.38***
	HORAS TRABALHADAS	0.602***	0.423***	

* Omitidas as variáveis de Estado. Fonte: PNAD Contínua. Elaboração: IBRE/FGV.

Já a Tabela 4 mostra os resultados da decomposição de Oaxaca-Blinder. Ao expor a parcela da diferença explicada pelas variáveis preditivas da renda, separa-se o componente explicado pelas horas trabalhadas do componente explicado pelas demais variáveis.

Tabela 4: Decomposição Oaxaca-Blinder do logaritmo da Renda

	HABITUAL	EFETIVA	HABITUAL POR HORA TRABALHADA
RENDA MÉDIA EM 2019	7.28	7.11	3.67
RENDA MÉDIA EM 2020	7.37	6.86	3.74
DIFERENÇA	0.087***	-0.257***	0.072***
EXPLICADO	0.081***	-0.13***	0.066***
EXPLICADO POR HORAS TRAB.	0.009***	-0.249***	
EXPLICADO PELAS DEMAIS	0.072***	0.119***	
NÃO EXPLICADO	0.006*	-0.127***	0.006

Fonte: PNAD Contínua. Elaboração: IBRE/FGV.

Como se vê, no caso da renda habitual, dos 8,7% de diferença entre as médias de 2020 e 2019, uma parcela de 8,1% (ou 93%) é atribuída à diferença da composição de características dos trabalhadores, enquanto o componente não explicado corresponde a uma diferença de apenas 0,6%, estatisticamente significativa apenas a 10%. Já para renda habitual por hora trabalhada, cuja diferença entre os dois trimestres é de 7,2%, os diferentes atributos dos trabalhadores respondem por uma diferença de 6,6% (92,2%), enquanto o que não é explicado por tais diferenças gera uma variação de apenas 0,6%, mas não estatisticamente significativa.

No caso da renda efetiva, com uma diferença do logaritmo da renda de 25,7%, o componente explicado e o não explicado respondem, cada um, por metade dessa subtração. No entanto, do primeiro grupo, a diferença das horas trabalhadas (que caiu fortemente) responde por uma queda 25%, quase a totalidade da variação negativa total, enquanto as diferenças do restante dos atributos dos trabalhadores fariam com que o rendimento crescesse quase 12%.

A decomposição de Oaxaca-Blinder, dessa forma, mostra que, efetivamente, em média os trabalhadores que perderam suas ocupações na pandemia tinham características menos produtivas do que aqueles que as mantiveram. Assim, o grupo ocupado no segundo trimestre deste ano tinha uma composição que levou a uma renda média maior do que aquela registrada no ano anterior.

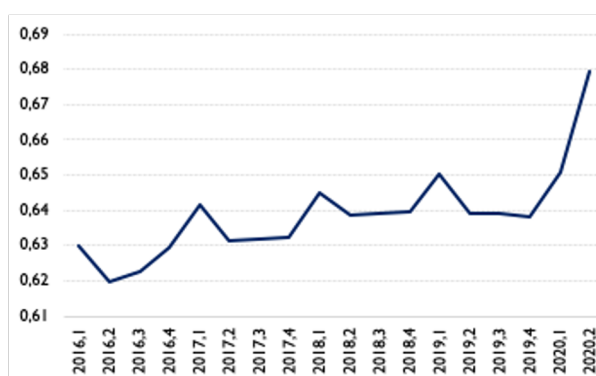
Essa é uma das razões, portanto, pelas quais se registrou uma grande elevação da desigualdade da renda efetiva do trabalho domiciliar per capita, tal como documentado por Duque (2020b).

O Índice de Gini, que mede a desigualdade de tal variável, cresceu no período de 0,64 em 2019 para 0,68 em 2020 (ambos no segundo trimestre), o maior aumento já registrado na série histórica.

Esta seção, em resumo, reporta os efeitos heterogêneos da pandemia sobre o mercado de trabalho. Seus impactos foram de tal modo mais intensos sobre trabalhadores de menor produtividade que a média da renda teve tendência de elevação. A decomposição Oaxaca-Blinder mostrou que a renda habitual, cujo período de referência está fixado anteriormente à

pandemia, de fato elevou-se na média devido quase exclusivamente às características dos trabalhadores que se mantiveram ocupados. Já a renda efetiva, que caiu, teria se mantido igual caso as horas trabalhadas não tivessem caído, e ainda teria crescido 12% caso apenas a composição produtiva dos ocupados tivesse mudado, como ocorreu.

Gráfico 21: Índice de Gini da Renda do Trabalho Efetivo Domiciliar per Capita



Fonte: PNAD Contínua. Elaboração: IBRE/FGV.

Referências Bibliográficas

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

Duque, Daniel. “Distribuição de renda do trabalho tem piora recorde no segundo trimestre”. Blog do Ibre, set/2020. Disponível em <https://blogdoibre.fgv.br/posts/distribuicao-de-renda-do-trabalho-tem-piora-recorde-no-segundo-trimestre>

Daniel Duque

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 Pessôa

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 Pessôa 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 21 de setembro 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.