



BOLETIM MACRO

Outubro de 2020



O risco de insolvência do governo pressiona os mercados

Depois de três meses de forte reação positiva à surpresa de quão intensos foram os estímulos monetários e fiscais dados pelos governos de diferentes países, em especial nos EUA, o mercado de ativos financeiros começou a andar de lado. Isso pode ser visto tanto no mercado acionário americano (SP 500), europeu (STOXX 600) e brasileiro (IBOVESPA), como na taxa de câmbio (DXY e R\$ / US\$), por exemplo, que há meses oscilam em intervalos estreitos ou, pelo menos, não muito largos. Nesse meio tempo, duas variáveis principais têm determinado as oscilações de humor dos investidores.

Uma é a dinâmica da pandemia. Sinais de avanços na descoberta de uma vacina eficaz têm gerado otimismo e aumento do apetite pelo risco. Por outro lado, indicadores mostrando o recrudescimento da pandemia jogam os preços de ativos, com exceção dos títulos de dívida soberana de economias centrais, para baixo.

Isso é o que em parte ocorreu nas últimas semanas, quando houve um agravamento da pandemia na Europa, com alta significativa nas contaminações por Covid-19, que já superaram o pico da primeira onda. É verdade que isso é parcialmente provocado pela maior testagem de agora, o que ajuda a explicar por que, mesmo com a forte aceleração no total de novos casos, o número diário de mortes, apesar de ter aumentado, tem se mantido em valores baixos e bem distante do nível registrado durante a primeira onda – o que pode limitar o uso de medidas de restrição de mobilidade urbana e de fechamento de negócios.

Vários governos europeus já têm implantado medidas de restrição à locomoção, com alguns epidemiologistas defendendo paralisações totais, o que tem levado os mercados globais a reverterem a tendência anterior de melhora, com aumento de aversão ao risco e de valorização do dólar. Os mercados avaliam que a recuperação econômica só será persistente quando a vacinação em massa estiver garantida. Mesmo com os avanços no desenvolvimento de diversas vacinas, provavelmente as empresas não devem conseguir as regulamentações necessárias antes do final do ano. E depois será preciso produzir e distribuir em grande escala, o que alonga o prazo até que se tenha um controle mais completo da situação sanitária.

A outra variável determinante do comportamento do mercado financeiro é a possibilidade de um novo pacote de estímulos fiscais, que mitigue o efeito contracionista do fim dos programas adotados no auge da pandemia. Quebrando uma longa tradição, os membros do comitê de política monetária do Fed têm insistido bastante na necessidade desses estímulos, cuja aprovação tem, no entanto, esbarrado no conflito entre democratas e republicanos nos Estados Unidos. As eleições de novembro nos EUA podem finalmente trazer uma solução, em uma direção ou outra, para esse impasse, mas até lá vão adicionar volatilidade aos preços de ativos.

Enquanto isso, os dados têm mostrado um quadro variado, entre países e entre setores. Nos EUA, os indicadores de atividade e mercado de trabalho apontaram enfraquecimento da

recuperação da economia, com a produção industrial de setembro se contraindo 0,6% com relação ao mês anterior, ante expectativa de alta de 0,5%. No entanto, os dados europeus e chineses mostram que a recuperação segue em curso. Ou seja, o quadro é ainda de recuperação da atividade mundial, após a queda intensa durante o auge da pandemia.

Diante desse quadro, o Fundo Monetário Internacional (FMI) melhorou a previsão de crescimento mundial para 2020, de -4,9% (previsão de junho) para -4,4%. Nos países desenvolvidos a revisão foi mais intensa, de -8,0% para -5,8%, com os EUA se contraindo projetados 4,3%, ante 8,0% nas previsões de junho.

Os números ainda mostram o Brasil numa situação melhor do que o restante da América Latina e do Caribe. Na região, a projeção do FMI aponta uma queda de 8,1% este ano, com o México se contraindo 9,0%. Para o Brasil, por sua vez, a queda esperada é de 5,8%, ante previsão anterior de 9,1%.

De fato, o Brasil tem sido um destaque positivo na América Latina, devido às medidas de distanciamento social mais brandas e às políticas de estímulos monetários e fiscais bem mais intensas que nos demais países da região. No entanto, as taxas de câmbio na região seguem muito pressionadas, com destaque para o Brasil. Problemas domésticos em diversos países explicam este quadro.

A recuperação da atividade no Brasil continua, com uma moderada revisão de nossa projeção de crescimento para o terceiro trimestre, agora de 7,1% em relação ao segundo trimestre, ante previsão anterior de 6,6%, divulgada no Boletim de setembro. Para o ano, agora prevemos uma queda de 5,1%, ante 5,3% anteriormente.

Se as previsões para este ano melhoraram, para 2021 as dúvidas em relação ao comportamento da economia vêm se intensificando. A alta dos juros nos mercados futuros evidencia piora nas condições de rolagem da dívida pública, além de preocupações com o comportamento da taxa de câmbio e da inflação. Apesar de a inflação corrente ainda estar abaixo da meta para este ano, e a expectativa é que assim continue em 2021, o risco fiscal passou a ser um fator importante no comportamento dos mercados. As dúvidas sobre a capacidade de o país estabilizar a dívida pública reduziram a correlação entre os prêmios de risco e inflação corrente. Os elevados prêmios de riscos são explicados pelas incertezas sobre a solvência do governo.

O monitor fiscal do FMI também aponta um cenário desafiador para as contas públicas no Brasil. Após estímulos fiscais da ordem de 8% do PIB este ano, o dobro da média dos países emergentes (entre 3 e 4% do PIB), a dívida bruta ultrapassará 100% do PIB em 2020 (segundo a métrica do FMI), o segundo nível mais alto entre os emergentes, ressaltando que a previsão para a média da América Latina é 81,6% do PIB.¹

¹ As estimativas para Argentina e Venezuela não foram divulgadas pelo FMI. Em 2019, a dívida bruta da Argentina era de 90,4% e da Venezuela de 232,8%.

O momento atual requer uma estratégia de consolidação fiscal ao longo dos próximos anos. Sem uma solução satisfatória para o impasse fiscal, no sentido de reduzir o déficit primário, as condições financeiras continuarão apertadas, diminuindo o crescimento da economia brasileira ao longo dos 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, avalia-se que a recuperação da atividade no Brasil seguiu em curso ao longo do terceiro trimestre, mas permanece concentrada na produção e comercialização de bens. Isso fica evidente nos dados referentes ao bimestre julho-agosto. Eles mostraram avanço consistente na indústria de transformação e no comércio varejista, enquanto o setor de serviços, apesar da melhora no bimestre, tem tido uma retomada comparativamente bem mais lenta e contida. Diante dos resultados de julho e agosto, e de nossas expectativas para setembro, nossa projeção para o PIB do terceiro trimestre é de retração de 5,1% na comparação interanual e de crescimento de 7,1% na margem. Para o ano de 2020, projetamos queda de 5,1%. [\(Seção 1\)](#)
2. Na seção sobre confiança, mostra-se que a alta incerteza interrompeu a recuperação dos indicadores de confiança, sendo um fator limitador relevante das decisões de consumo e investimento dos agentes econômicos. Há forte dispersão na análise setorial, com a indústria disparando na frente, enquanto o setor de serviços sofre os reflexos da pandemia e leva mais tempo do que os demais para se recuperar. Consumidores continuam preocupados com as dificuldades encontradas no mercado de trabalho e a proximidade do fim dos programas de manutenção de emprego e dos benefícios, até certo ponto postergando o consumo de bens e, principalmente, de serviços. O cenário dos próximos meses ainda é difícil de ser projetado, mas é possível que a velocidade da recuperação se reduza ainda mais. [\(Seção 2\)](#)
3. Na seção sobre mercado de trabalho, relata-se que a taxa de desocupação registrou nova alta em julho, chegando a 13,8%, segundo a PNAD Contínua, acima do projetado pelo Ibre/FGV. Por outro lado, a PNAD Covid-19 apresenta sinais mais consistentes de recuperação do mercado de trabalho em agosto e setembro. O Caged, por sua vez, apresentou novo grande saldo positivo em julho, com quase 250 mil postos de trabalho formais criados. No entanto, somos um pouco céticos sobre o que mostram esses dados. A intensa queda dos desligamentos no Caged, junto com o desalinhamento com os pedidos acumulados de seguro desemprego, além da forte diminuição do número de estabelecimentos reportando ao Caged, sugere uma relevante subnotificação das demissões durante a pandemia, que pode ser explicitada até o final do ano. [\(Seção 3\)](#)
4. Com relação à inflação, aumentos nos preços de *commodities* agrícolas registradas pelo IPA voltaram a pressionar a inflação ao consumidor. Não houve uma segunda onda de Covid-19, mas há uma segunda onda de aumentos de preços de gêneros alimentícios. Os preços em

dólar de grãos importantes voltaram a subir e esses movimentos vão contribuir para o avanço da taxa em 12 meses do IPCA. A expectativa é de que o índice oficial feche o ano com alta de 2,9%, dentro do intervalo de tolerância da meta, mas em um patamar que não fazia parte das previsões há dois meses, que apontavam uma taxa bem menor. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, nosso analista avalia que, quando o BC introduziu seu *forward guidance*, os prêmios de risco embutidos nos juros de mercado mostravam-se relativamente modestos. De lá para cá, porém, o quadro se agravou sensivelmente. A partir do começo de agosto, os participantes de mercado passaram a tornar mais explícitas suas preocupações com a questão fiscal, tendo as taxas dos DIs ingressado em trajetória de alta. Mais adiante, o estresse chegaria ao segmento das LFTs, acarretando significativa abertura dos seus deságios. Em verdade, no conjunto dos mercados, as condições financeiras têm se tornado cada vez mais contracionistas, em prejuízo da retomada da atividade econômica. Para o nosso analista, tudo isso decorre do fato de que a simples não ruptura do regime fiscal não traz a necessária tranquilidade para os mercados e, conseqüentemente, para as autoridades monetárias. Enquanto faltar um encaminhamento satisfatório para a situação fiscal do momento (nitidamente insustentável), a insegurança e as preocupações dos participantes de mercado persistirão. E o BC permanecerá impedido de dar sua efetiva contribuição para a retomada econômica. [\(Seção 5\)](#)

6. A seção fiscal discute a trajetória recente da dívida pública e o desafio ampliado da solvência fiscal após 2020. O sinal de alerta dado pela elevação da dívida é intensificado pela ausência de manifestações sobre um caminho factível de retomada do ajuste fiscal e pela incerta recuperação econômica, principalmente com a futura redução de gastos devidos à Covid-19 e os riscos envolvendo a evolução da pandemia. Os efeitos de tamanha incerteza fiscal têm se refletido no encurtamento da dívida e na maior inclinação da curva de juros. Assume, assim, grande importância para o serviço da dívida o diferencial “ $r - g$ ”, isto é, a diferença entre o seu custo (reduzido recentemente pelos níveis historicamente baixos da Selic) e o crescimento do PIB, negativamente impactado pela pandemia. Manter estável o prêmio de risco soberano, após a combinação inesperada de uma dívida pública elevada e forte expansão fiscal com a pandemia, impõe um caminho no qual desviar da consolidação fiscal não é mais uma opção. [\(Seção 6\)](#)

7. Com relação ao setor externo, ajustamos marginalmente nossa expectativa de déficit em conta corrente em 2020, para US\$ 4,1bi (-0,3% do PIB), ampliando o déficit projetado para 2021, para US\$ 21,2bi (-1,5% do PIB). Apesar dos déficits historicamente baixos, a excepcional conjuntura fará com que tenhamos resultado negativo no balanço de pagamento de 2020. Haverá recuperação em 2021, ainda que insuficiente para compensar as quedas de reservas internacionais acumuladas no biênio 2019-2020. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, discute-se que a estrutura das economias explica a maior parte da elevada variabilidade do impacto da epidemia sobre a atividade econômica mundo afora.

Segundo as estimativas de nossos analistas, cada ponto percentual de participação no PIB do setor de turismo explica 1,46 ponto percentual (pp) da queda do PIB; 100 mortes por milhão geram 0,8 pp de contração; e cada ponto percentual de apoio fiscal (aumento dos gastos, corte e diferimento de tributos e concessão de garantias) alivia a retração econômica em 0,25 pp. Os resultados iniciais indicam que a participação do setor de turismo no PIB é muito importante para explicar as diferenças entre os países no impacto da pandemia sobre a atividade. Mas conter a epidemia com medidas inteligentes e que não necessitem de quarentenas muito duras e longas ajuda muito a minorar a queda do PIB. Menor número de mortes e um controle mais eficaz do vírus, que não demande quarentenas muito longas e estritas, minoram o efeito sobre a atividade econômica da epidemia. [\(Seção 8\)](#)

9. No Observatório Político, nosso analista convidado traça quatro combinações hipotéticas entre a situação do bolsonarismo e do petismo para o próximo biênio, as duas grandes forças a moldarem a política brasileira na atualidade. Nos próximos seis meses, haverá uma sucessão de eventos que afetará o estado das duas forças: a eleição presidencial nos EUA, em novembro; as eleições municipais no Brasil, no mesmo mês, a evolução da pandemia, aqui e alhures; a eleição dos novos presidentes da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, no começo de fevereiro de 2021; e as expectativas relativas à saúde fiscal do país, intimamente associadas às decisões a respeito de como financiar o substituto do Auxílio Emergencial. Das combinações, esboçam-se os seguintes cenários: (1) "a reprise de 2018", (2) "o nascimento da frente democrática", (3) "Collor 2.0", e (4) "o renascimento do centro". [\(Seção 9\)](#)

10. E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Livio Ribeiro, o tema é a recuperação da economia chinesa. [\(Seção 10\)](#)

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Retomada da atividade econômica segue em curso, mas incertezas persistem

A recuperação da atividade econômica brasileira seguiu em curso ao longo do terceiro trimestre, mas permanece concentrada no setor de bens. Os dados referentes a julho e agosto mostraram avanço consistente na indústria de transformação e no comércio varejista. O setor de serviços também evidenciou melhora no bimestre findo em agosto, mas a retomada tem sido demasiadamente lenta.

No setor industrial, destaca-se a forte retomada da produção de bens de consumo, em especial os bens de consumo duráveis. Dentre as categorias de uso da pesquisa, a produção de bens de capital é a mais distante de recuperar as perdas acumuladas na pandemia, permanecendo ainda 13,6% abaixo do nível de produção registrado em fevereiro. No comércio varejista, as vendas já superaram o nível

pré-crise em mais de 8%. Já no setor de serviços, a recuperação é bastante tímida. Em agosto, o setor permanecia quase 10% abaixo do nível de atividade registrado em fevereiro, com destaque para os níveis de atividade ainda baixíssimos dos serviços prestados às famílias.

Diante dos resultados de julho e agosto e de nossas expectativas para setembro, nossa projeção para o PIB do terceiro trimestre é de retração de 5,1% na comparação interanual e crescimento de 7,1% na margem, como mostra a Tabela 1. Para o ano de 2020, projetamos queda de 5,1%.

O ajuste positivo em nossa projeção para o PIB do terceiro trimestre (que era de -5,6% AsA e 6,6% TsT no Boletim Macro de setembro) é justificado por resultados melhores no setor industrial e também em comércio e transportes. Por outro lado, a produção agropecuária foi revista negativamente, devido à queda na produção pecuária, especialmente bovinos e aves.

No setor de serviços, as maiores pressões negativas, que impedem recuperação mais forte do PIB, concentram-se nas categorias de outros serviços (que incluem os serviços prestados às famílias, saúde e educação privada, entre outros) e de serviços da administração pública, que juntas correspondem a quase metade da atividade de serviços no PIB.

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2020.III (TsT)	2020.III (AsA)	2020
Consumo das Famílias	5,0%	-9,9%	-7,7%
Consumo do Governo	-0,1%	-8,3%	-6,1%
Investimento	7,5%	-11,9%	-7,5%
Exportação	2,3%	6,5%	3,1%
Importação	-14,5%	-30,3%	-15,7%
PIB	7,1%	-5,1%	-5,1%
Agropecuária	-1,8%	-2,9%	0,2%
Indústria	13,5%	-0,7%	-3,2%
Extrativa	4,5%	3,1%	4,0%
Transformação	22,8%	-0,6%	-5,2%
Construção Civil	7,6%	-3,9%	-4,0%
Eletricidade e Outros	4,0%	-0,5%	-1,9%
Serviços	5,8%	-6,2%	-5,7%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 5,0% TsT (-9,9% AsA) no segundo trimestre, e se retrair 7,7% no ano. Apesar do crescimento esperado de 4,0% da massa ampliada de rendimentos este ano, a forte queda do consumo das famílias ano deve ser explicada, em grande parte, pela redução do consumo de serviços. Na ausência das políticas de compensação de renda implementadas pelo governo, estimamos que haveria queda de 6,1% da massa ampliada de rendimentos, o que implicaria redução do consumo ainda mais significativa.

O investimento, por sua vez, deve crescer 7,5% TsT (-11,9% AsA) no terceiro trimestre. O importante aperto recente das condições financeiras, impulsionado pelo elevado nível de incerteza relacionado ao quadro fiscal do país, limita a capacidade de recuperação da economia e, em especial, do investimento.

Esperamos que a recuperação da atividade econômica prossiga ao longo do segundo semestre, mas vale lembrar que a redução do valor pago pelo auxílio emergencial no quarto trimestre pode gerar redução do ímpeto de consumo no final do ano. Para 2021, mantivemos nossa projeção de crescimento de 3,5%. Ressaltamos, contudo, que uma possível piora do cenário fiscal prospectivo e o consequente aperto das condições financeiras por prazos mais longos colocariam um importante viés negativo em nosso cenário base para o próximo ano.

Silvia Matos e Luana Miranda

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Incerteza interrompe recuperação da confiança

Os índices de confiança de empresários e consumidores mantiveram a trajetória ascendente em setembro. A confiança empresarial atingiu o maior nível desde 2014, influenciada principalmente pela recuperação da indústria e do comércio, enquanto os consumidores ainda permaneceram insatisfeitos. Apesar da melhora das perspectivas em relação à economia, as famílias continuam bastante cautelosas em relação ao consumo e sobre sua situação financeira, dada a dificuldade no mercado de trabalho, principalmente das famílias de menor renda, e o alto nível de incerteza.

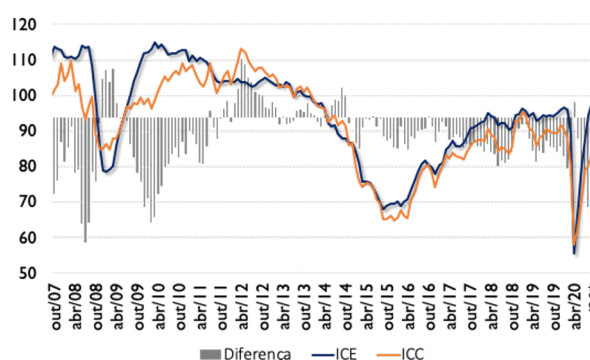
Há forte dispersão quando se faz a análise setorial, com a indústria disparando na frente. Alguns segmentos industriais têm se beneficiado do câmbio, que favorece as exportações e tem motivado a substituição de importações, protegendo de certa forma a indústria nacional. Além de um aumento de demanda por produtos intermediários. Já o comércio e a construção estão em situação intermediária. O setor de serviços sofre ainda os reflexos da pandemia, mantém um nível de atividade bem abaixo da normalidade, principalmente nos serviços prestados às famílias.

A retomada lenta ressalta a dificuldade dos consumidores de menor renda em projetar uma recuperação diante das dificuldades no mercado de trabalho e da proximidade do fim dos programas de manutenção de emprego e dos benefícios.

Os resultados prévios de outubro sugerem interrupção da recuperação iniciada nos últimos cinco meses, com recuo de 1,1 ponto na confiança empresarial, com piora das expectativas em todos os setores, exceto na indústria. No caso dos consumidores, a queda de 3,9 pontos na confiança, que vinha em patamar muito baixo, confirmaria uma disseminação da preocupação dos consumidores, e indica o maior descolamento entre a confiança de empresários e consumidores desde 2010.

Gráfico 1: Confiança de Consumidores e Empresários

(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

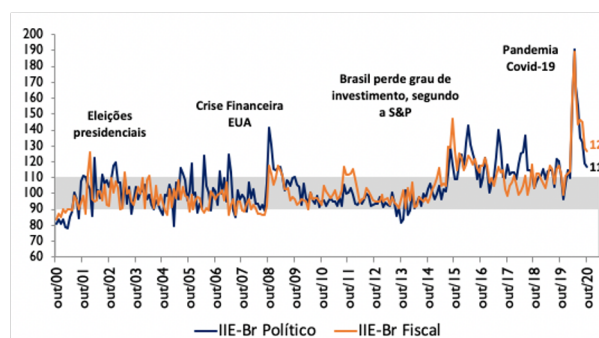
A piora das expectativas pode estar relacionada aos altos níveis de incerteza, devido ao impacto da pandemia na atividade econômica e na vida das famílias. Após medidas necessárias e extraordinárias para mitigar os impactos da pandemia na atividade econômica, as discussões em torno do déficit nas contas públicas e sobre a forma de retirada gradual dos estímulos fiscais têm contribuído para o lento recuo das incertezas fiscais e sua manutenção em patamares acima de 120 pontos.

As incertezas do plano político e fiscal, que desde 2015 giravam em torno de 115 pontos – nível já considerado desconfortável para decisões de investimentos e despesas discricionárias – também atingiram níveis recordes em abril. Após o pior momento, essas incertezas iniciaram movimento de queda, mas ambas ainda se mantêm em patamar elevado. Na prévia de outubro, o Indicador de Incerteza Política chegou a 116,5 pontos, 10,4 pontos abaixo da incerteza fiscal, que chegou a 126,9 pontos. Desde julho a primeira segue abaixo da segunda, fato que não ocorria por quatro meses consecutivos desde 2018.

Nesse ambiente, empresas têm pouco incentivo a investir e consumidores tendem a reduzir compras não essenciais, principalmente quando a evolução da própria pandemia já é motivo suficiente para a manutenção das incertezas na front da saúde e da recuperação

Gráfico 2: Incerteza Política e Fiscal

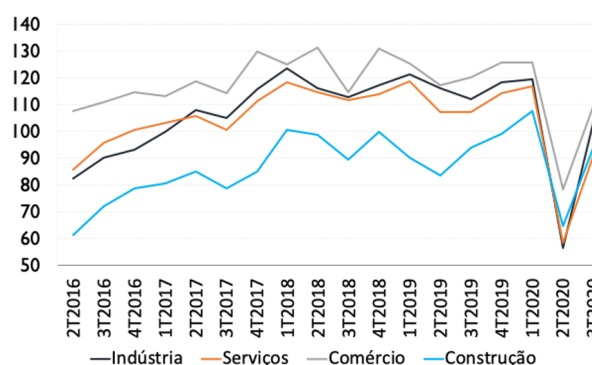
(em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

econômica. O Indicador de Intenção de Investimentos corrobora tal análise. Após atingir o menor nível no 2º trimestre, todos os setores se recuperam, mas se mantêm em patamar considerado baixo em termos históricos. Os serviços apresentam dificuldade maior para reagir, com menor nível entre os setores e maior diferença do período pré pandemia e maior número de empresas incertas (49,1%) sobre a realização do seu plano de investimentos.

Gráfico 3: Indicador de Intenção de Investimentos Empresarial (em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

O cenário dos próximos meses ainda é difícil de ser projetado. A incerteza nos campos econômico, fiscal, político e de saúde tem sido um fator limitador relevante das decisões dos agentes econômicos. O motor mais importante de recuperação tem sido a indústria, que se beneficia da desvalorização cambial e do aumento do consumo de alguns segmentos específicos. A dúvida é se ela será suficiente para se propagar para os demais setores, considerando a dificuldade adicional que as empresas e consumidores terão após o fim dos programas emergenciais, juntamente com limitações de gastos fiscais. Apesar da cautela dos consumidores, os últimos resultados do volume de vendas do comércio mostram que há uma recuperação no consumo de bens em detrimento aos serviços. Assim, é preciso tempo adicional para a recuperação dos serviços, o que cria dificuldades no mercado de trabalho. Como os serviços são um grande empregador e importante peça na economia do país, é possível que essa recuperação seja ainda mais lenta.

Anna Carolina Gouveia, Rodolpho Tobler e Viviane Seda Bittencourt

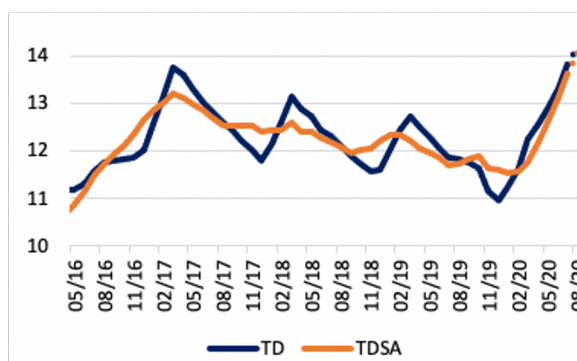
3. Mercado de Trabalho

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), com atraso de quase um mês, divulgou sua edição de julho, com uma nova alta da taxa de desocupação, de 13,8%, ou 13,6% quando dessazonalizado, um aumento de 0,5 ponto percentual em relação ao trimestre móvel anterior e dois pontos percentuais acima do mesmo período em 2019. A taxa também ficou ligeiramente acima do esperado pelo Ibre/FGV (13,6%), mostrando uma piora ainda mais acentuada do que a prevista do mercado de trabalho em julho. Para agosto, espera-se nova alta, para 14,2%.

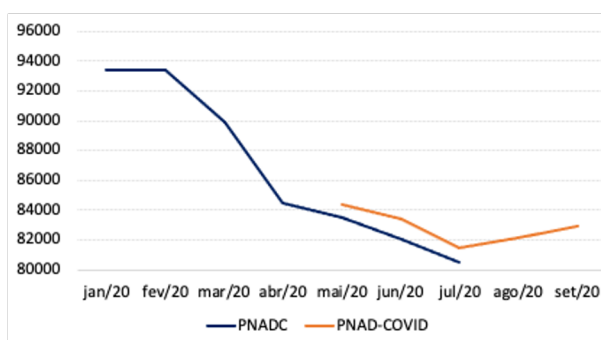
Por outro lado, a PNAD Covid-19, cuja edição semanal chegou à última semana de setembro, tem mostrado consistente recuperação da população ocupada, além de desaceleração da alta da desocupação. Os Gráficos 5 e 6 mesclam os dados referentes às duas pesquisas desde o início de 2020, com a primeira já mensalizada, de acordo com a metodologia do Banco Central (2020), reproduzida por Martins, Peruchetti e Duque (2020).

Gráfico 4: Taxa de Desemprego - 2016-20 (%)



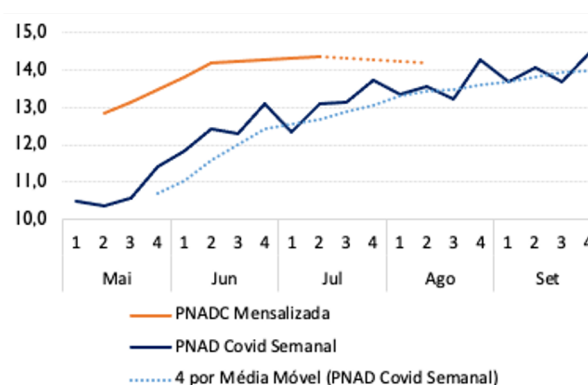
Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV

Gráfico 5: População Ocupada de acordo com as pesquisas (em milhões)



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

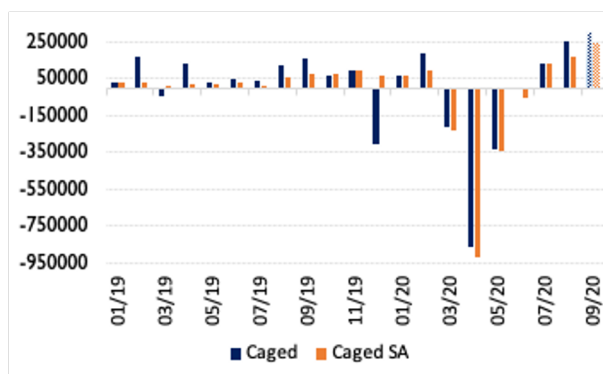
Gráfico 6: Taxa de Desocupação de acordo com as pesquisas (em %)



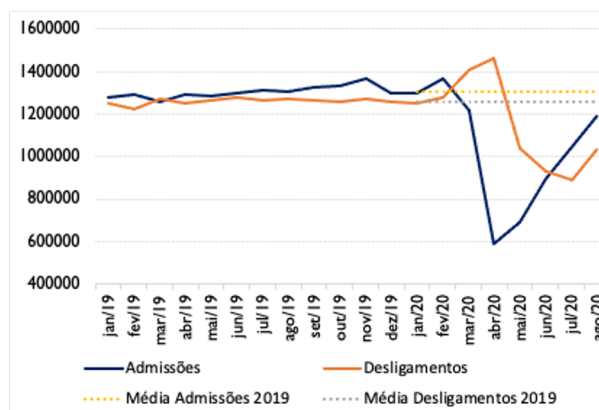
Fonte: PNADC e PNAD Covid-19 (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV. * Setembro como média das 4 semanas. Elaboração: IBRE/FGV.

O Caged, por sua vez, mais uma vez surpreendeu positivamente e registrou em agosto a abertura de 250 mil postos de trabalho formais – equivalente a 173 mil postos na série dessazonalizada. Para setembro, espera-se nova alta, de cerca de 300 mil postos, ou 241 mil quando dessazonalizados.

Tal alta, que novamente surpreendeu tanto o Ibre quanto o mercado, é reflexo de uma quase estabilidade dos desligamentos, em nível fortemente inferior à média histórica. Já as admissões seguem em alta, com a mesma velocidade dos meses anteriores, mas ainda abaixo do nível anterior à pandemia.

Gráfico 7: Saldo de Vagas do Caged 2019-20


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

Gráfico 8: Admissões e Desligamentos Dessazonalizados do Caged


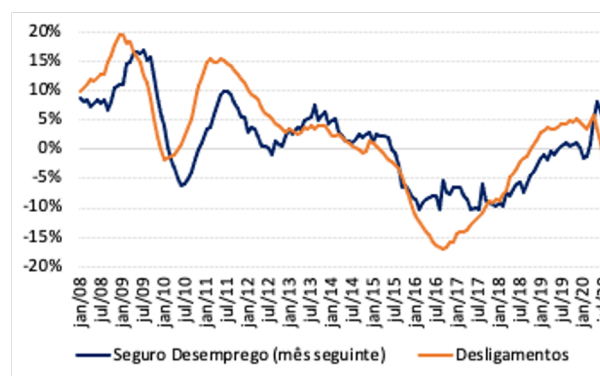
Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: IBRE/FGV.

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.

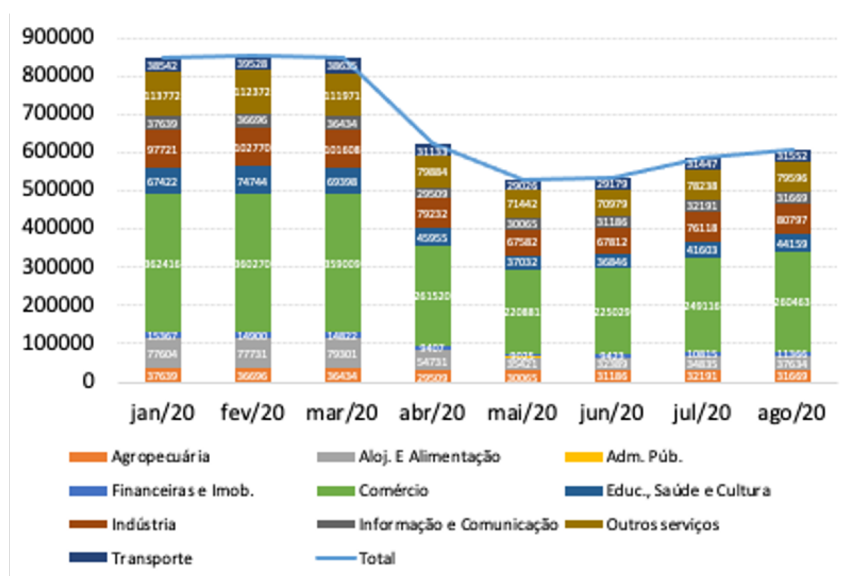
Algumas evidências da subnotificação do Caged foram discutidas no Blog do Ibrel por Duque (2020). Por exemplo, o número de pedidos de seguro de desemprego cresceu expressivamente mais quando acumulado nos últimos meses em relação aos desligamentos do Caged, sugerindo ter havido um número maior de demissões do que reportado na segunda pesquisa, como evidenciado no Gráfico 9.

Além desses desalinhamentos do Caged com outras pesquisas, houve também grande queda do número de estabelecimentos reportando movimentações de empregados a partir de abril.

O Gráfico 10 mostra que, após estes terem somado cerca de 850 mil entre janeiro e março, a partir de abril esse número caiu para cerca de 550 mil, recuperando-se apenas parcialmente nos últimos meses, quando chegou a quase 610 mil.

Gráfico 9: Variação anual da média móvel de 12 meses


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

Gráfico 10: Número de Estabelecimentos que reportam no Caged


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

O menor número de estabelecimentos pode ser um indício de subnotificação de desligamentos, tendo em vista que uma empresa inativa tem poucos incentivos para registrar no prazo correto seus movimentos de empregados – que se concentrariam em desligados, uma vez que não haveria admitidos em empresas inativas. Desse modo, pode-se esperar um grande volume de desligados a ser registrado até dezembro deste ano.

Daniel Duque

4. Inflação

Veio a segunda onda, mas de aumentos nos preços de alimentos

A inflação acumulada pelo IPA, segundo IGP-10 de outubro, chegou a 27,5% em 12 meses. A maior pressão inflacionária foi exercida pelas matérias-primas brutas, grupo do índice de preços ao produtor que acumula alta de 57,5%, no mesmo período. Nesse estágio de processamento estão *commodities* de peso para a indústria alimentícia, cujos preços vêm sendo impactados nos últimos meses pelos aumentos em dólar somados à desvalorização cambial, que supera 30% nos últimos 12 meses.

Nessa relação, estão grãos importantes para a indústria – aqueles cujas famílias de derivados ajudam a encarecer inúmeros produtos –, como é o caso da soja (83,2%), do milho (75,4%) e do trigo (40,9%). Como se vê pelas taxas acumuladas em 12 meses, esse trio de *commodities* acumula alta expressiva em seus preços.

Movimentos dessa magnitude sustentam altas expressivas entre produtos intermediários, que ajudam a empurrar esses aumentos ao longo da cadeia produtiva. Farelo de soja (74,9%) e farinha de trigo (18,7%) comprovam o contágio ao exibirem aumento superior ao captado para bens intermediários (14,4%) em 12 meses. Nesse estágio, esses grãos encarecem a fabricação de produtos derivados e de rações usadas para criação de animais de corte.

No último estágio de processamento do IPA, os preços dos bens finais também se movimentam e exibem aumentos em itens que estão a um passo das gôndolas dos supermercados. Nessa etapa, verificou-se reajustes em óleo de soja refinado (85,5%) e carnes bovinas (46,9%).

Antes de finalmente avançar para o IPC, vale comentar a alta de preços de outros grãos, que passam por poucas etapas de processamento antes de seguirem para a mesa das famílias. Sendo esse o caso do arroz (122,3%) e do feijão (28,8%). Como se vê pelos números, o dueto que não falta na mesa das famílias também registrou aumento expressivo nos últimos 12 meses.

Com altas tão elevadas, fica fácil compreender por que os gêneros alimentícios estão respondendo por parcela importante da inflação ao consumidor em 2020. No ano, os gêneros alimentícios subiram 9,2% e respondem por 92% da inflação acumulada pelo IPCA.

A pressão inflacionária começou em março – início da fase de isolamento social –, impulsionada pela demanda naquele período, que sustentou alta destacada para gêneros alimentícios nos meses de março (1,4%) e abril (2,24%). Entre maio e julho, houve expressiva redução da inflação de alimentos, que acumulou alta de 0,9% nesses três meses. Mas já nos meses de agosto (1,15%) e setembro (2,89%) não veio a segunda onda de Covid-19, mas veio a segunda onda de altas de alimentos, e os produtos da cesta básica começaram a registrar nova aceleração, período em que o IPA voltou a apresentar elevação nos preços dos grãos.

Para outubro, início do último trimestre do ano, o IPA antecipa alta menor para as principais *commodities* agrícolas. No entanto, esse comportamento pode ser temporário. Os preços dos principais grãos estão subindo no mercado internacional na primeira quinzena de outubro. O trigo foi o que mais subiu (8,4%), mas na esteira também estão milho (5,5%) e soja (3,7%).

Para outubro, o IPCA seguirá pressionado por alimentos, mas a alta do item deverá ser de aproximadamente 2%, não tão desafiadora quanto a observada em setembro – ainda assim, muito expressiva. Na lista de alimentos em elevação, ainda estarão arroz, feijão, carnes e leite – gêneros de grande importância na cesta básica e que continuarão a pressionar a inflação em 2020.

Segundo o Monitor da Inflação, o IPCA de outubro poderá registrar alta de aproximadamente 0,6%. Se esse número se confirmar, a taxa em 12 meses do índice oficial, passará dos atuais 3,14% para 3,7%. Para novembro e dezembro a inflação acumulada não deve ultrapassar 1%, o que fará o índice oficial encerrar o ano com alta de 2,9%, abaixo da meta de inflação, mas dentro

do intervalo de tolerância; patamar inimaginável até o final do primeiro semestre, quando se previa um número muito menor.

André Braz

5. Política Monetária

Riscos fiscais e a política monetária

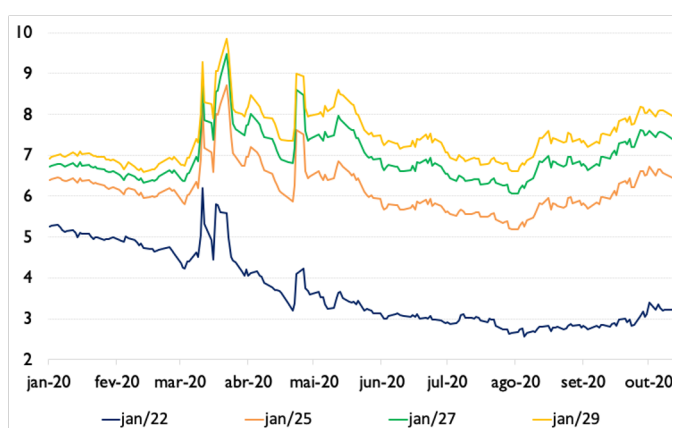
Não são poucos os analistas econômicos que têm adotado uma espécie de enfoque binário em suas avaliações da complexa situação fiscal brasileira do momento. De certo modo, o próprio Banco Central tem tratado do assunto dessa mesma maneira.

De fato, na reunião do Copom de agosto último, ao definir novas diretrizes para a política de juros, e embora reconhecendo as limitações de *forward guidance* em países emergentes, os dirigentes do BC estabeleceram o que chamaram de “prescrição futura”. No entender das autoridades, tal prescrição poderia ser útil no processo de ajuste das expectativas de mercado expressas “na parte intermediária da curva de juros.” Ficou então definido que, “satisfeitas as condições necessárias, o Copom não elevaria a taxa de juros, mas poderia reduzi-la.”

A prescrição é “condicional às expectativas de inflação, assim como às projeções de inflação de seu cenário básico para o horizonte relevante de política monetária.” Dois fatores condicionantes adicionais foram estabelecidos. O primeiro seria a “manutenção do regime fiscal, já que sua ruptura implicaria alterações significativas para a taxa de juros estrutural da economia.” O segundo seria “a ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.”

A experiência tem demonstrado, porém, que a “manutenção do regime fiscal” não tem produzido condições capazes de facilitar o trabalho do Banco Central. A partir do começo de agosto, os participantes de mercado passaram a tornar mais explícitas suas preocupações com a questão fiscal. O Gráfico 11 ilustra essa afirmação. Naquele ponto, as taxas dos DIs, de variados vencimentos, ingressaram numa nítida trajetória de alta. O Gráfico 12 mostra que o estresse no mercado de juros chegou ao segmento das LFTs mais adiante, pouco antes de meados de setembro, acarretando significativa abertura dos deságios desses papéis. Em razão desses e de outros movimentos de mercado, as condições financeiras têm se

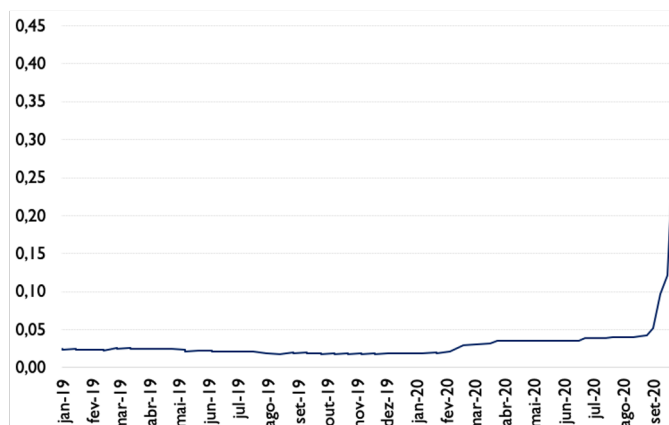
Gráfico 11: Juros DI (%)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

tornado cada vez mais contracionistas, como indica o ICF-Ibre (Gráfico 13). Com isso, a política de manter baixa a taxa Selic deixa de produzir resultados capazes de contribuir, de algum modo, para a recuperação econômica.

Gráfico 12: Leilões de LFT (%)



Fonte: STN. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 13: Índice de Condições Financeiras (%)



Fonte: FGV IBRE. Elaboração: IBRE/FGV.

A explicação para os recentes movimentos de mercado parece simples. Quando o teto de gastos foi introduzido no final de 2016, sabia-se que sua consequência imediata seria a contração das despesas discricionárias. Imaginava-se, porém, que, com o passar do tempo, a sociedade e seus representantes no meio político conseguiriam negociar formas mais razoáveis de adequação à nova restrição, envolvendo, fundamentalmente, a contenção das despesas obrigatórias. O passar do tempo tem deixado clara a ausência de iniciativas concretas nesse sentido.

Tal ausência, por sua vez, gera preocupação com a sustentabilidade da atual situação fiscal. O teto de gastos e o próprio projeto de lei orçamentária para 2021 não deixam qualquer folga para aumento das despesas públicas no ano que vem, período em que o governo provavelmente terá de fazer mais do que o previsto nas áreas de saúde e, principalmente, em apoio aos mais vulneráveis. A única maneira de equacionar a questão, de maneira a tirar pelo menos parte das tensões nos mercados de juros, facilitando-se assim uma retomada mais significativa do crescimento econômico, parece ser pelo corte profundo da expansão das despesas obrigatórias. O drama é que o Executivo não dá sinal de apetite por tomar medidas compatíveis com essa necessidade.

Na medida em que não haja um encaminhamento satisfatório para a questão fiscal do momento, a insegurança e as preocupações dos participantes de mercado persistirão. Prêmios de risco fiscal continuarão embutidos nos juros de mercado, para não falar da persistência de prêmios semelhantes em outros segmentos, como os mercados de ações e de câmbio. Em

poucas palavras, a simples não ruptura do regime atual não traz a necessária tranquilidade para os mercados e, conseqüentemente, para as autoridades monetárias.

Quando o BC introduziu seu *forward guidance*, os prêmios de risco embutidos nos juros de mercado ainda se mostravam relativamente modestos. Como se vê, de lá para cá, o quadro se agravou sensivelmente.

Em praticamente toda parte, eventos macroeconômicos recentes têm prejudicado a eficácia da política monetária. O Brasil não é exceção, embora os motivos sejam próprios. Nesse novo contexto, *forward guidance* é um recurso útil, e precisa ser preservado, na medida em que as circunstâncias permitam. Dado o que aqui discutimos, podemos esperar que o BC simplesmente não exercerá o viés de baixa da taxa básica de juros, mantendo inalterada a sinalização de não elevar a taxa Selic. O problema é que não sabemos por quanto tempo será possível manter esse compromisso. Sem solução satisfatória para o impasse fiscal do momento, mudança de conduta será inevitável, embora de antemão já se saiba que a política monetária não tem condições de consertar nossos desequilíbrios e nos colocar de volta nos trilhos do crescimento econômico.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

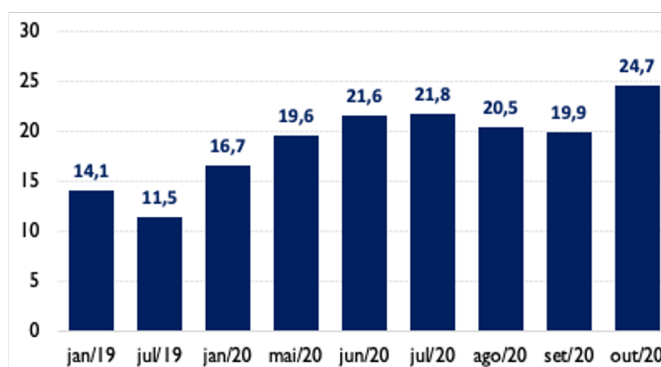
Dívida pública e 2020: uma combinação inesperada e um desafio de novas proporções para a solvência fiscal

A rápida e intensa reação do governo às necessidades sanitárias e sociais instauradas pela pandemia que marca o ano de 2020 – orçamentariamente viável após o decreto do estado de calamidade pública – foi amplamente reconhecida e rendeu raros elogios ao governo brasileiro. Passado o auge da pandemia, boa parte do debate político e econômico tem se concentrado nas alternativas de financiamento de um programa social capaz de fazer a transição do caráter de emergência para uma – agora, reconhecidamente necessária – renda básica. Enquanto isso, clara convergência se revela nas preocupações de especialistas e instituições frente à dívida pública já herdada até aqui e a que se antecipa por vir.

A dificuldade em “garimpar” os devidos recursos esbarra na conhecida rigidez orçamentária e exige que, enfim, os esforços historicamente postergados de ajustes nas despesas saiam do papel. A solução para o dilema de proteger uma população ainda mais vulnerável após a Covid-19, sem que isso implique no abandono do compromisso com as contas públicas, é ansiosamente aguardada pelos agentes. Com outros fatores arriscando elevar as despesas acima do previsto pelo orçamento anual, o debate pela manutenção de algumas medidas contra a pandemia em 2021 é obstruído pela falta de espaço orçamentário para novas despesas sem abdicar da (única) âncora fiscal: o teto de gastos.

Em 2020, o elevado custo ao erário das medidas de combate à Covid-19 coloca o resultado primário como principal vetor de elevação do endividamento no ano, acima mesmo dos juros nominais. As medidas contra Covid-19 no Governo Federal têm impacto orçado em 2020 de R\$ 607 bi, ou 8,6% do PIB.² De janeiro a agosto, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) aumentou R\$ 571 bi por causa do primário, montante equivalente a 7,9% do PIB acumulado em 12 meses.

Gráfico 14: Vencimento de Títulos Federais em Poder Público: Percentual da Dívida Total vencendo em até 12 meses



Fonte: Banco Central. Data de referência das consultas igual ao último dia útil do mês anterior. Elaboração: IBRE/FGV.

A trajetória da dívida pública brasileira, já preocupante no período pré-pandemia, soa

agora como um alerta vermelho nesse contexto inesperado de expansão de gastos e contração da atividade econômica, principalmente na ausência de manifestações sobre um caminho coordenado e factível de retomada do ajuste fiscal. Desde dezembro, a DBGG saltou 13 p.p. do PIB, atingindo 88,8 % do PIB, e a DLSP aumentou 5 p.p. do PIB, atingindo 60,7 % do PIB.

Enquanto isso, a redução futura dos gastos contra a Covid-19 e os riscos envolvendo a evolução da pandemia no país são percebidos como obstáculos para o voo solo da atividade econômica em um horizonte próximo, deteriorando ainda mais as projeções da relação dívida/ PIB, via efeito denominador. Em contraste, observa-se o efeito sobre a dívida da redução dos juros para níveis historicamente baixos.

No entanto, a demora em abordar de forma clara tais questões – seja por uma proposta orçamentária enviada com baixo grau de realismo, seja por sugestões criativas e questionáveis de financiamento – embaça, com uma incerteza que nos custa caro, as lentes de quem observa o Brasil. Sem realizar o ajuste fiscal (agora, ainda mais) necessário, a capacidade de caminhar na direção da estabilização da dívida se torna cada vez mais improvável. Tal inquietação é repassada para o perfil da dívida e para estrutura a termo da curva de juros.

² Calculado com base na projeção de PIB Nominal do IBRE, a partir do montante em R\$ bi apresentado pelo Ministério da Economia em:

https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2020/setembro/2020_09_28_transparencia_coletiva_covid.pdf/view.

Assumindo em nota técnica³ divulgada já em abril dificuldades em colocar títulos com vencimentos mais longos no mercado, o Tesouro foi obrigado a cancelar diversos leilões. Nos últimos meses, observa-se o encurtamento da dívida via redução de prazos nas emissões de títulos públicos, uma consequência dessa percepção de maior risco e do questionamento da capacidade de pagamento do governo em um futuro já não tão distante. O Gráfico 14 aponta a concentração da dívida em vencimentos mais curtos (até 12 meses) nos últimos meses. O efeito observado no gráfico aponta um caminho onde os riscos associados à capacidade de rolagem da dívida são mais elevados.

Ao mesmo tempo (e, em grande medida, pelas mesmas razões), observa-se também uma inclinação mais acentuada da estrutura a termo da curva de juros, reconhecida pelo Tesouro Nacional no Relatório Mensal da Dívida de Agosto.⁴ Nos leilões primários de LTN (título pré-fixado) com vencimento em janeiro de 2024, a taxa oferecida no título passou de 5,13% a.a. no leilão ocorrido em 13 de agosto deste ano para 6,16% a.a. no leilão de 8 de outubro. Um aumento de mais de 1 p.p. em menos de 2 meses, em um período sem alterações da taxa SELIC.

Na ausência de perspectivas próximas de realização de um superávit primário, assume grande importância para o serviço da dívida o diferencial entre o seu custo e o crescimento do PIB – conhecido como “ $r - g$ ”. Ainda que, durante a pandemia, essa diferença continuasse a ser favorecida pela redução da taxa básica de juros pelo Copom, que caiu 1,8 p.p. desde março⁵, os impactos negativos da pandemia sobre a atividade econômica prejudicaram tal relação. A atividade sofre ainda com a incerteza sobre a velocidade de sua retomada e a possibilidade de uma segunda onda da Covid-19.

Com projeções de que a trajetória de déficits primários esteja longe de ser interrompida e considerando que, quanto maior for a taxa de juros e menor for o crescimento do PIB, maior será a relação dívida/PIB, o horizonte não parece tão promissor. Manter estável o prêmio de risco soberano após a combinação inesperada de uma dívida pública elevada e uma forte expansão fiscal devido à pandemia impõe um caminho no qual desviar da consolidação fiscal não é mais uma opção.

Juliana Damasceno e Matheus Rosa Ribeiro

³ Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-tecnicas/2020/sei_me-7537916-nota-tecnica-l-pdf-pl-149-de-2019.pdf/view

⁴ Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2020/8>

⁵ Taxa de Juros SELIC anualizada.

7. Setor Externo

Estrutura vs. conjuntura

Nossa última atualização do cenário de conta corrente para o biênio 2020-2021 levou em conta, explicitamente, a excepcional conjuntura que enfrentamos. Passamos a projetar déficits relativamente baixos em 2020, de somente -0,4% do PIB, mas ainda assim enxergávamos uma diminuição das reservas internacionais pouco menor que US\$ 40bi neste ano.

Tal combinação de déficits moderados e relevante perda de reservas é bem pouco usual, o que somente reforça a excepcionalidade conjuntural. Em última instância, refere-se ao enorme choque de financiamento enfrentado pelas economias emergentes durante o primeiro semestre deste ano, do qual ainda não emergiram por completo: no pico do choque da Covid-19 (especificamente durante o segundo trimestre), ocorreram fugas de capital, busca por proteção e intensa depreciação das moedas emergentes.

Apesar das condições de contorno do cenário externo (de forma simplista, diferencial de crescimento, termos de troca, fluxos de capitais e comportamento da taxa de câmbio) continuarem um tanto instáveis, o cenário de curto ganhou um pouco mais de clareza desde nossa última atualização. Os riscos continuam evidentes e abundantes, mas o espaço para grandes descontinuidades parece ser, neste momento, mais limitado.

No diferencial de crescimento, passamos do momento de choque para o de progressiva normalização – tanto externa como interna. Evidentemente não é um processo linear, com idas e vindas associadas às políticas públicas implementadas (especialmente as de sustentação de emprego e renda), à questão sanitária e às dúvidas quanto à perenidade do choque (o quanto das mudanças derivadas da Covid terá, ao menos, persistência).

Do lado externo, esperamos como cenário base uma contração de aproximadamente 13% no comércio global em 2020, com recuperação (incompleta) em 2021. A demanda externa específica para o Brasil, no entanto, é regida por condições um pouco distintas, destacando inequívoca aceleração da demanda chinesa (especialmente por bens básicos e *commodities*) e profunda desaceleração da Argentina (relevante para bens industriais).

Do lado doméstico, nossos exercícios mais recentes indicam contração do PIB de 5,1% em 2020, com choques importantes na indústria e nos serviços – e, por simetria, com impactos relevantes na absorção doméstica privada. Também há recuperação parcial do crescimento interno em 2021: o PIB cresce 3,5% em nossa última projeção. Ambos os números têm melhorado com o passar do tempo.

Nos termos de troca, temos levantado há algum tempo que as características da pauta comercial brasileira oferecem blindagem relevante – os preços de exportação vinham caindo menos do que a média das *commodities* e preços de importação também recuavam, ajudando a mitigar o choque nas relações de troca. Mais recentemente, houve retomada importante de alguns preços, tanto nas exportações como nas importações, mantendo o comportamento geral anteriormente identificado.

Nas exportações, o maior destaque vem da aceleração de preços agrícolas, notadamente proteínas, com manutenção de preços de *commodities* metálicas em patamares robustos. Nas importações, houve retomada dos preços de energia e, no esteio da reaceleração global, um pouco mais de pressão em bens industriais. Juntando tudo, vemos termos de troca praticamente estáveis até o fim de 2021.

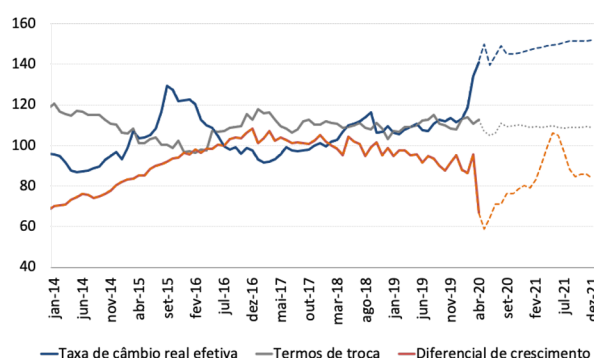
Na mesma dinâmica de progressiva normalização, identificamos uma retomada dos fluxos de capital para mercados emergentes, recompondo parte do choque observado no primeiro semestre. Tal normalização é parcial e não recompõe as perdas de capital observadas, o que reforça o progressivo *decoupling* entre as economias emergentes e as desenvolvidas – o mundo de juros internacionais baixos não é garantia de fluxos para emergentes, com prêmio requerido que continua importante (e maior para certos países).

Por fim, a nota dissonante aparece no comportamento da taxa de câmbio, em que existe claro descolamento entre a moeda brasileira e seus pares, sejam emergentes ou desenvolvidos.⁶ Exercícios recentes sugerem que, frente aos fundamentos de longo prazo, a moeda brasileira está em seu ponto mais depreciado da história do regime de câmbio flutuante.⁷ Tal descolamento parece ser eminentemente associado a questões domésticas desde, pelo menos, o final de abril – com poucas exceções, questões internas (obtidas por resíduo),⁸ para além do diferencial de juros, têm operado na direção do enfraquecimento do real.

Reconhecendo esse padrão pouco abonador, continuamos a enxergar depreciação adicional da moeda até o fim de 2021, ainda que menos intensa do que a observada no passado recente. Uma visão geral dos fundamentos externos segue no Gráfico 15.

Em termos práticos, a implicação das grandes mudanças nos fundamentos do setor externo é que tivemos uma dinâmica do balanço de pagamento bastante peculiar durante os últimos seis meses. A posição em conta corrente se reverteu rapidamente de déficits relevantes no início do ano a superávits, inclusive crescentes. Após enormes saídas de capital entre março e abril, houve

Gráfico 15: Fundamentos do Setor Externo Brasileiro (2006=100)



Fonte: Banco Central do Brasil, OMC, Funcex, FMI, IBGE e FGV-IBRE. Elaboração: IBRE/FGV.

⁶ A análise de componentes principais indica claro descolamento de nossa moeda frente ao “BRL sintético” construído com cestas de moedas emergentes, industriais desenvolvidos e exportadores de *commodities* desenvolvidos.

⁷ “Desalinhamento cambial: O que isso nos diz?”, Blog do IBRE (out/2020)

⁸ Modelos econométricos proprietários permitem avaliar os fatores determinantes para o comportamento da moeda: fatores externos (como a fortaleza do USD no mundo, preços de *commodities*, juros longos americanos e aversão global ao risco), o diferencial de juros (de um ano) e fatores internos (basicamente a parcela do risco-Brasil que não consegue ser explicada por fatores globais).

compensação parcial durante o 2º trimestre e posterior “normalização” da dinâmica de financiamento.

Lendo o balanço de pagamentos como uma grande Tabela de Recursos e Usos, a excepcionalidade da conjuntura fica marcada no resultado de agosto – Usos positivos (ou seja, superávit em conta corrente maior do que os gastos com amortização) pela primeira vez desde julho de 2006. Uma visão geral do desempenho recente segue na Tabela 2.

Tabela 2: Balanço de Pagamentos (US\$bi)

	jan-20	fev-20	mar-20	abr-20	mai-20	jun-20	jul-20	ago-20
Usos	-15,9	-9,6	-4,4	-5,8	-5,1	-1,1	-4,3	0,8
Conta corrente	-11,9	-6,2	-1,5	1,7	0,5	3,9	1,6	3,7
Amortizações	-4,0	-3,5	-2,9	-7,5	-5,6	-5	-5,9	-2,9
Recursos	16,6	10,6	-17,5	0,8	11	3,6	6,9	0,1
Investimento direto líquido	0,8	4,9	13,1	7,7	10,4	6	2	0,4
Portfolio (carteira)	3,3	-2,8	-22,4	-8,3	-1,6	5,5	-1	2,1
Captações (rolagem)	4,7	4,8	6,3	4	2,6	5,2	2,5	1
Outros fluxos	7,8	3,7	-14,5	-2,7	-0,3	-13,2	3,3	-3,4
Ativos de reserva	0,7	1,0	-21,9	-5	6	2,5	2,6	1,0

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

Incorporando os dados recentes e os novos fundamentos, revisamos nossas projeções para o biênio 2020-2021. Nossa projeção de déficit em conta corrente foi reduzida para US\$ 4,1bi (anterior: US\$ 6,0bi) em 2020, equivalente a -0,3% do PIB, subindo moderadamente para US\$ 21,2bi (anterior: US\$ 20,5bi) em 2021, o que seria consistente com -1,5% do PIB.

Revisamos marginalmente o saldo em balança comercial de 2020, com crescimento mais que proporcional das exportações (frente às importações). Já para 2021, a dinâmica se inverte, com importações crescendo mais rápido devido à retomada da economia doméstica (e a despeito de uma taxa de câmbio levemente mais depreciada).

Na balança de serviços e rendas, a revisão mais relevante ocorreu em remessas de lucros e dividendos, muito mais elevada em 2020 depois de revisões metodológicas implementadas pelo Banco Central durante o 3º trimestre.⁹ Nas outras rubricas, os ajustes ocorridos foram marginais, tanto para este ano como para o próximo.

⁹ Seguindo o cronograma natural de revisões das estatísticas do setor externo, com mudanças nos indicadores sendo divulgadas nos meses de julho (em 2020, agosto) e novembro.

A Tabela 3 compila nossas projeções mais recentes (a anterior e a atual) e a atualização de cenário fornecida pelo Banco Central do Brasil no último Relatório Trimestral de Inflação (set/20). Em linhas gerais, são números muito parecidos com os oficiais, tanto para 2020 como para 2021, ainda que a composição seja um pouco distinta – especialmente nas importações do ano que vem.

Tabela 3: Déficit em Conta Corrente (US\$bi e % do PIB)

	2020 (anterior)**	2020 (BCB)***	2020 (atual)**	2021 (anterior)*	2021 (BCB)***	2021 (atual)**
Conta corrente	-6,0	-10,2	-4,1	-20,5	-16,7	-21,2
Balança comercial*	43,6	45,3	50,0	40,0	52,7	35,5
<i>Exportações</i>	193,5	200,7	204,5	208,5	214,1	214,2
<i>Importações</i>	149,9	155,4	154,4	168,5	161,4	178,7
Pagamento de juros	-20,3	-20,8	-19,3	-16,5	-	-13,9
Viagens	-3,4	-3,0	-2,7	-6,0	-	-5,8
Lucros e dividendos	-9,3	-16,7	-16,7	-17,1	-	-17,7
Frete	-4,7	-4,0	-3,1	-5,4	-	-5,0
Outros serviços e rendas primárias	-13,3	-13,2	-15,0	-17,1	-	-16,7
Renda secundária	1,4	2,2	2,5	1,6	-	2,3
Conta corrente (%PIB)	-0,4%	-0,7%	-0,3%	-1,5%	-1,1%	-1,5%

* conceito BCB ; ** previsão anterior feita em jun/20 e atual em set/20; *** previsão do RTI set/20.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

Sabemos que, em condições normais, um déficit em conta corrente tão pequeno estaria relacionado à maior folga no balanço de pagamentos, potencialmente levando a um cenário de acumulação de reservas internacionais. A conjuntura, no entanto, está longe de ser normal – o que implica, especialmente para 2020, em uma excepcional combinação de déficits baixos e saídas de capital.

É de se ressaltar que já estimamos resultados piores. Houve inesperada entrada de capitais em portfólio, especificamente em renda fixa, durante os últimos meses, somando-se a um cenário de repatriação de investimentos brasileiros no exterior entre março e junho (esta última já “normalizada”).

Para 2020, nossa projeção atual é de resultado negativo no balanço de pagamentos (ou seja, recuo de reservas) de (-) US\$ 19,3bi (anterior: (-)US\$ 38,0bi), perfeitamente compensado pela

acumulação de reservas de US\$ 19,5bi (anterior: US\$ 27,8bi) quando da progressiva normalização do cenário no próximo ano. Ainda que melhores, os resultados não mudam a discussão qualitativa que temos apresentado nos últimos meses: a redução de reservas observada no biênio 2019-2020 não será compensada pela normalização esperada para 2021. A Tabela 4 compila nossas projeções recentes e compara com as (incompletas) projeções oficiais.

Tabela 4: Usos e Recursos do balanço de pagamentos (US\$bi)

	2020 (anterior)**	2020 (BCB)***	2020 (atual)**	2021 (anterior)*	2021 (BCB)***	2021 (atual)**
Usos	-68,8	-73,7	-67,5	-87,3	-83,9	-88,4
Conta corrente	-6,0	-10,2	-4,1	-20,5	-16,7	-21,2
Amortizações	-62,9	-63,5	-63,5	-66,8	-67,2	-67,2
Recursos	30,8	69,6	48,2	115,1	-	107,9
Investimento direto líquido	56,0	64,7	51,2	55,3	-	54,2
Portfolio (carteira)	-66,9	-33,0	-24,5	-3,3	-	-3,7
Captações (rolagem)	50,9	52,0	41,1	60,6	-	48,9
Outros fluxos	-9,2	-14,1	-19,6	2,5	-	8,5
Ativos de reserva	-38,0	-4,1	-19,3	27,8	-	19,5

** previsão anterior feita em jun/20 e atual em set/20; *** previsão do RTI set/20.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

A excepcional conjuntura da Covid-19 tem impactos importantes sobre os principais indicadores econômicos globais e locais; o setor externo brasileiro não é exceção. Adiante, a discussão relevante é entender o quanto do profundo choque conjuntural terá implicações estruturais, ou, ao menos, persistentes. Essa dicotomia entre conjuntura e estrutura é a principal incerteza prospectiva, que, aparentemente, ainda nos acompanhará por algum tempo.

Lívio Ribeiro

8. Panorama Internacional

Impacto econômico da epidemia – primeiras simulações

Um fato que tem chamado a atenção dos analistas é a enorme variabilidade do impacto da epidemia sobre a atividade econômica mundo afora. A Tabela 5 apresenta a queda da economia

de diversos países da Europa para três diferentes períodos. Na primeira coluna, a média do 1º semestre de 2020 ante o mesmo período de 2019; na segunda coluna, o 2º trimestre de 2020 ante o 2º trimestre de 2019; e na terceira coluna o 2º trimestre de 2020 ante o 4º de 2019, com ajuste sazonal.

Chama a atenção a enorme discrepância desses dados: desde a Espanha com queda de 22% até a Finlândia com queda de 5% (ambos na comparação com o 4º trimestre de 2019).

Segundo estimativas que fizemos, a estrutura das economias explica a maior parte dessa elevada variabilidade. Por exemplo, o fato de a Espanha ser muito mais dependente do turismo explica 5 pontos percentuais (pp) em excesso sobre a Finlândia da queda. O maior número de mortes por milhão de habitantes explica 4,4pp e as medidas mais duras de quarentena e distanciamento social que foram aplicadas na Espanha, em comparação à Finlândia, explicam 2,8pp. Finalmente a política fiscal mais expansionista na Finlândia explica 1,2pp. Somando todos esses efeitos, nossas estimativas conseguem encontrar 13,4pp da diferença de 16,4 pp.

É muito difícil, em análise com dados de seção transversal de países, avaliarmos causalidade. Na falta de mecanismo mais rigoroso de identificação, tudo que fizemos foi obter correlações entre as variáveis e algumas médias condicionais. Evidentemente, há variáveis para as quais estabelecer uma relação de causalidade é bem fácil. É claro que a participação do turismo causa a perda da atividade. Foi o setor mais atingido pela pandemia. As mortes devem causar perda de atividade econômica pois, por motivos óbvios, aumentam o receio das pessoas de circularem e manterem uma vida normal. O impacto da política fiscal é na direção de mitigar a perda de atividade econômica, já que o Estado aumenta sua participação no PIB, tentando ocupar parte da retração do setor privado. Finalmente, as medidas oficiais de fechamento da sociedade contribuem para elevar a queda da economia, ao impedir a circulação de pessoas e, portanto, diversos tipos de transações econômicas

Segundo nossas estimativas, cada ponto percentual de participação no PIB do setor de turismo explica 1,46 ponto percentual da queda; 100 mortes por milhão geram 0,8pp de queda; e cada ponto percentual de apoio fiscal (aumento dos gastos, corte e diferimento de tributos e concessão de garantias) alivia a queda em 0,25pp.

Para as políticas de fechamento da sociedade empregamos o *Strigency Index* (Oxford), que varia de 0 até 100. Quanto maior o indicador, mais rigoroso foi a política pública de fechamento da economia. O indicador avalia as políticas adotadas pelos governos e não o grau de conformidade da sociedade com elas. Em nossa regressão, o indicador ao quadrado apareceu multiplicado pela participação dos serviços, exclusive turismo, no PIB. Como o efeito é não linear, ele precisa ser calculado em um ponto. Para uma sociedade em que o setor de serviços excluindo turismo seja de 80% do PIB e em que o indicador de rigor das quarentenas tenha valor de 40 (ambos a média para a amostra em nosso exercício), a elevação em 10 unidades do indicador reduz o PIB em 3pp.

Tabela 5: Taxas de Crescimento do PIB – Países Selecionados da Europa (%)

	1º SEMESTRE 2020 (INTERANUAL)	2º TRIMESTRE 2020 (INTERANUAL)	2º TRIMESTRE 2020 ANTE 4º TRIMESTRE DE 2019
Finland	-2,0	-5,2	-5,0
Luxembourg	-0,1	-3,9	-5,8
Ireland	3,3	-1,6	-7,0
Sweden	-3,1	-6,3	-7,4
Denmark	-2,2	-6,0	-7,4
Lithuania	-0,8	-4,8	-7,5
Switzerland	0,4	-4,2	-7,6
Bulgaria	-1,8	-6,9	-8,1
Serbia	1,7	-4,3	-8,7
Netherlands	-2,7	-7,3	-9,2
Latvia	-4,8	-9,5	-10,3
Germany	-4,3	-8,9	-10,3
Romania	-2,9	-9,5	-10,8
Estonia	-4,0	-8,4	-11,3
Poland	-1,8	-8,9	-11,3
Slovenia	-6,3	-11,1	-13,1
European Union - 27 countries (from	-6,5	-12,1	-13,3
Malta	-5,7	-13,4	-13,3
Austria	-7,7	-13,3	-13,7
Euro area - 19 countries (from 2015)	-7,1	-12,7	-13,8
Cyprus	-5,8	-13,2	-13,9
Czechia	-5,0	-11,8	-14,0
Portugal	-6,6	-12,6	-14,3
Belgium	-7,9	-14,1	-15,5
Greece	-9,6	-16,9	-15,6
France	-9,4	-15,2	-15,7
Hungary	-7,9	-15,3	-15,9
Italy	-10,6	-16,5	-16,8
United Kingdom	-6,2	-15,0	-17,4
Norway	-13,6	-19,5	-18,0
Croatia	-8,1	-17,5	-18,8
Spain	-11,9	-20,7	-22,2

Fonte: Eurostat. Elaboração: IBRE/FGV.

Nossos resultados iniciais indicam que a participação do setor de turismo no PIB é muito importante para explicar as diferenças de variação da atividade entre os países. Para a Islândia, cujo setor responde por 8,6% do PIB, a queda do turismo explica 12,6pp da queda de 14,3% observada. Diferentemente, para a Rússia, cujo turismo pesa somente 1,27%, sua queda explicou 1,9pp do recuo de 4,1%.

Mas conter a epidemia com medidas inteligentes e que não necessitem de quarentenas muito duras e longas ajuda muito a minorar a queda do PIB. Menor número de mortes e um controle mais eficaz do vírus, que não demande quarentenas muito longas e estritas, minoram o efeito sobre a atividade econômica da epidemia.

Bráulio Borges e Samuel Pessoa

9. Observatório Político

Bolsonarismo e petismo: quatro combinações hipotéticas para o próximo biênio

O bolsonarismo e o petismo são as duas grandes forças a moldar a política brasileira na atualidade, como bem salientou Carlos Melo em artigo no *Estado*.¹⁰ O primeiro por vencer as eleições presidenciais de 2018 sem laços com qualquer agremiação política sólida, desalojando do poder os grandes partidos que haviam governado o Brasil quase que ininterruptamente desde 1985. Hoje em dia, o bolsonarismo – lastreado nos instrumentos do Poder Executivo, no apoio parlamentar do Centrão e na popularidade ascendente do seu líder – detém a posição de nau capitânia do campo da direita. Já o petismo, apesar do fracasso do governo de Dilma Rousseff, da destituição legal da então presidente em 2016 e da grande derrota eleitoral impingida ao Partido dos Trabalhadores nas eleições municipais daquele ano, conseguiu levar seu candidato presidencial, Fernando Haddad, ao segundo turno da disputa pelo Palácio Planalto dois anos depois. Lula e o PT ainda possuem a principal organização partidária do país, o que, não à toa, lhes permite manter a primazia no campo da esquerda.

O que os anos de 2021-2022 nos reservam dependerá, em boa medida, da combinação entre a situação do bolsonarismo e do petismo. Nos próximos seis meses, haverá uma sucessão de eventos, mais ou menos interligados, que afetará o estado das duas forças: a eleição presidencial nos EUA em novembro, as eleições municipais no Brasil no mesmo mês, a evolução da pandemia aqui e alhures, a eleição dos novos presidentes da Câmara dos Deputados e do Senado Federal no começo de fevereiro de 2021, e as expectativas relativas à saúde fiscal do país, intimamente associadas às decisões a respeito de como financiar o substituto do auxílio emergencial (o programa Renda Cidadã ou qualquer outro nome que venha a ter o pacote de gasto social que o governo e o Congresso estão tentando montar).

¹⁰ Ver Carlos Melo, “Antipolarização e novo centro para a disputa”, *O Estado de São Paulo*, 26/09/2020, disponível em <https://politica.estadao.com.br/blogs/carlos-melo/antipolarizacao-e-novo-centro-para-a-disputa/>.

Um exercício útil consiste em estabelecer valores binários para o estado de bolsonarismo e petismo (fortalecido x enfraquecido) e deduzir os principais elementos de quatro cenários hipotéticos: (1) bolsonarismo fortalecido vs petismo fortalecido; (2) bolsonarismo fortalecido vs petismo enfraquecido; (3) bolsonarismo enfraquecido vs petismo fortalecido; e (4) bolsonarismo enfraquecido vs petismo enfraquecido. A seguir, elaboram-se os cenários.

Cenário 1: A reprise de 2018 – bolsonarismo fortalecido vs petismo fortalecido. Esse cenário supõe o aprofundamento da “normalização” política do governo, iniciada em junho deste ano, a partir da prisão de Fabrício Queiroz, ex-assessor do senador Flávio Bolsonaro, filho do presidente da República. A prisão de Queiroz foi apenas a gota d’água que fez transbordar as tentativas de ruptura institucional protagonizadas pelo chefe de Estado ao longo do primeiro semestre de 2020. As enérgicas ações do ministro Alexandre de Moraes na condução dos processos que investigam tanto atos antidemocráticos patrocinados por seguidores de Bolsonaro quanto ataques ao Supremo Tribunal Federal nas redes sociais foram decisivas para forçar o ex-capitão do Exército a mudar sua postura política. O fato de as Forças Armadas não terem apoiado as referidas tentativas também contribuiu para o fracasso destas.

A mudança levou Bolsonaro a procurar ativamente o respaldo legislativo do Centrão, o qual tem dado ao Executivo uma base de sustentação parlamentar de aproximadamente 40% da Câmara dos Deputados e 30% do Senado Federal¹¹, distante ainda de uma maioria, mas suficiente para evitar a destituição do chefe do Executivo. A normalização resultará em fortalecimento do bolsonarismo se, em fevereiro de 2021, o novo presidente da Câmara dos Deputados for um parlamentar alinhado com o Palácio do Planalto, o que facilitará não apenas a aprovação dos projetos do Executivo, mas também dificultará sobremaneira a abertura de um processo de suspensão do mandato presidencial.

A reeleição de Donald Trump nos EUA será outro fator relevante para o fortalecimento do bolsonarismo, uma vez que o inquilino da Casa Branca é fonte de inspiração e o grande aliado diplomático de Bolsonaro. No tocante às eleições no Brasil, dificilmente o presidente terá um grande desempenho, uma vez que não dispõe de partido. Todavia, para que os pleitos municipais signifiquem o fortalecimento do bolsonarismo, é preciso que este colha um bom resultado na cidade do Rio de Janeiro, berço político de Bolsonaro, como destacou Jairo Nicolau em recente entrevista.¹²

Por sua vez, o provável esmaecimento da pandemia poderá levar água ao moinho do bolsonarismo pela simples sensação de alívio coletivo. Porém, para que o bolsonarismo se fortaleça, o presidente deverá ter êxito em sua manobra de transferir os custos econômicos da

¹¹ Ver Marcos Mortati, “Governo amplia apoio no Congresso, mas ambiente para reformas segue turvo”, *InfoMoney*, 02/10/2020, disponível em <https://www.infomoney.com.br/politica/governo-amplia-base-no-congresso-mas-ambiente-para-reformas-segue-turvo/>.

¹² Ver Cristian Klein, “Resultado no Rio é o que importa na eleição municipal, diz Nicolau”, *Valor Econômico*, 02/10/2020, disponível em <https://valor.globo.com/politica/noticia/2020/10/02/resultado-no-rio-e-o-que-importa-na-eleicao-municipal-diz-nicolau.ghtml>.

Covid-19 para os governadores e lograr a aprovação de um substituto do auxílio emergencial que sinalize ao mercado – de maneira digna de crédito – que a dívida pública e os gastos públicos não seguirão uma trajetória explosiva.

Para que o petismo saia fortalecido nos próximos meses, o sarrafo não é muito alto. Bastará que o PT tenha um desempenho superior ao que teve nas eleições municipais de 2016 – o que é provável, como afirmou Jairo Nicolau na entrevista acima citada –, que Lula continue aparecendo como um nome competitivo nas pesquisas de opinião relativas à disputa presidencial de 2022, e que não surja nenhuma nova de liderança de esquerda que efetivamente desafie a hegemonia petista nesse campo.

Em suma, esse cenário aponta para uma reprise da disputa travada no segundo turno das eleições presidenciais de 2018.

Cenário 2: O nascimento da frente democrática – bolsonarismo fortalecido vs petismo enfraquecido. Se o bolsonarismo se fortalecer e o petismo não lograr cumprir uma das três condições acima descritas, se descortinará uma real oportunidade para a formação de uma frente democrática de oposição ao governo, alternativa que tem sido rechaçada por Lula. Caso o PT perceba que corre sérios riscos de não ir para o segundo turno em 2022 – como sempre acontece desde 1989 – e que Bolsonaro tem grandes chances de ser reeleito, Lula e seu partido poderão vir a apoiar um candidato de outra sigla, formando assim uma ampla coligação eleitoral que vá do centro à esquerda. Ou seja, uma frente democrática em 2022 depende da percepção de força de Bolsonaro e de fraqueza do PT.

Cenário 3 – Collor 2.0 – bolsonarismo enfraquecido vs petismo fortalecido. Mais do que a derrota de Trump ou de um desempenho decepcionante dos candidatos vinculados ao presidente brasileiro nas eleições municipais ou da eleição de um novo presidente da Câmara não alinhado ao Palácio do Planalto, o fator-chave para o enfraquecimento do bolsonarismo será o mau encaminhamento da questão fiscal subjacente ao substituto do auxílio emergencial. Como afirmado por esta coluna há dois meses, 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”.¹³ Tudo vai depender de como se resolverá a equação fiscal. Se o mercado consolidar a expectativa segundo a qual a economia está em um “rumo insustentável”, para usar a expressão do ex-ministro da Fazenda Pedro Malan,¹⁴ 2021 poderá testemunhar um ciclo vicioso sob o qual mau desempenho econômico e debilitamento político do governo se retroalimentam aceleradamente, como se deu com

¹³ Ver Octavio Amorim Neto, “Precedentes históricos da mutação de Bolsonaro”, *Blog do IBRE*, 26/08/2020, disponível em <https://blogdoibre.fgv.br/posts/precedentes-historicos-da-mutacao-de-bolsonaro>.

¹⁴ Ver Renata Agostini, “‘Estamos num curso insustentável’, afirma Pedro Malan”, *O Estado de São Paulo*, 25/08/2018, disponível em <https://politica.estadao.com.br/noticias/geral,estamos-num-curso-insustentavel-afirma-pedro-malan,70002472401>.

Fernando Collor – tal qual Bolsonaro, um populista de direita sem maioria parlamentar – a partir de 1991.

Com o petismo fortalecido e o fim da pandemia, protestos de rua contra o Executivo Federal poderão ocorrer com frequência, o que, por sua vez, poderá reativar o radicalismo que caracterizou o atual governo entre janeiro de 2019 e junho de 2020.

Esse cenário ressuscitará a ideia de destituição de Bolsonaro.

Cenário 4: O renascimento do centro – bolsonarismo enfraquecido vs petismo enfraquecido:

O enfraquecimento das duas forças oferecerá uma grande oportunidade para o renascimento do centro político, duramente avariado desde o vendável eleitoral que abalou o sistema partidário em 2018. Todavia, aproveitá-la dependerá de fatores relativamente aleatórios, tais como a habilidade de lideranças individuais e o abandono de ambições exageradas por parte de atores políticos secundários. É obra digna de Tancredo Neves e Ulysses Guimarães.

Eventuais vitórias de Bruno Covas (PSDB), Eduardo Paes (DEM) e Bruno Reis (DEM) nas disputas para as prefeituras de São Paulo, Rio de Janeiro e Salvador, respectivamente, favorecerão o renascimento do centro.

Esse cenário facilitará consideravelmente a formação de um novo partido centrista que junte nacos do MDB, PSDB e DEM, processo também estimulado pelo fim das coligações nas eleições proporcionais a partir das eleições do ano corrente. A criação desse novo partido sinalizará também que o Brasil, finalmente, começa a se reorganizar para deixar de ter um sistema partidário pulverizado, o qual, junto com a polarização ideológica, tanto tem contribuído para a crise política sem fim da qual o país vem sofrendo desde 2013.

Dada a incerteza que caracteriza o Brasil e o mundo hoje em dia, não faz sentido consignar probabilidades aos quatro cenários. O fundamental é ter parâmetros relativamente claros e coerentes para mapear o processo político caótico a que estamos submetidos. Esse é o papel do exercício especulativo acima esboçado. Por último, cabe ressaltar que, em tempos assim, erros táticos cometidos pelos principais atores podem ter consequências extremamente negativas e duradoras.

Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV

10. Em Foco IBRE: China: Uma tortuosa estrada, montanha acima

Na seção “Em Foco” do Boletim Macro de jul/20, ressaltamos que a forte recuperação chinesa observada no 2020.T2 não deveria ser extrapolada, sem as devidas ressalvas, para o resto do mundo. Mesmo que a narrativa geral fosse a mesma em todo o globo (e, de fato, o sincronismo é uma característica marcante do choque da Covid), as peculiaridades chinesas – sociais, econômicas e históricas – fariam com que a retomada ocorrida naquele país pudesse ser utilizada como um “farol imperfeito” para um conjunto muito restrito de sociedades.

Mesmo com políticas anticíclicas marcadamente mais suaves do que as observadas no mundo ocidental (especialmente nos países desenvolvidos), a China enfrentava a Covid-19 com poupança mais elevada, composição setorial mais favorável (menos serviços e mais indústria), perfil de impulsos voltados para a aceleração da geração de valor adicionado na “Velha China (o tripé crédito, investimentos e construção civil) e maior tolerância ao *track and tracing* – invasivo em termos de liberdades individuais, mas essencial para evitar uma segunda onda de infecções.

Havia, portanto, boas razões para acreditar na manutenção do bom *momentum* da economia durante o 3º trimestre, com aceleração sequencial e retomada (mais rápida do que em qualquer outro lugar) da velocidade de crescimento pré-Covid. Naquele momento, nosso cenário-base era de expansão na faixa 1,0%-1,5% em 2020, alinhado às projeções dos organismos multilaterais e abaixo dos cenários mais otimistas traçados por algumas instituições.¹⁵

É forçoso reconhecer que, durante o 3º trimestre, os indicadores disponíveis sugeriram um cenário mais benigno do que tínhamos originalmente, motivando progressiva revisão altista de nossas projeções para o crescimento trimestral e para a própria expansão anual. Tais melhorias no cenário prospectivo estavam calcadas em dois principais blocos de indicadores.

De um lado, os dados qualitativos dos PMI’s mostraram consistente aceleração durante o 3º trimestre do ano, tanto nas manufaturas como em serviços. Na Tabela 6 observa-se o comportamento dos PMI’s oficiais (produzidos pelo NBS), com aberturas selecionadas. Os indicadores são construídos como um índice de difusão centrado em 50 - leituras acima deste nível indicam crescimento e abaixo dele indicam contração.

Tabela 6: PMI de manufaturas (com aberturas selecionadas) e PMI de serviços (NBS)

	2020.T2			2020.T3		
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
PMI Manufaturas	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5
Novas ordens de produção	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8
Produção	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0
Novas ordens de exportação	33.5	35.3	42.6	48.4	49.0	50.4
Emprego	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6
PMI Serviços	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.5

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

¹⁵ Supondo uma atuação mais intensa do governo e políticas públicas mais agressivas nas searas monetária e fiscal, algumas instituições passaram a projetar crescimento na faixa 2,5%-3,0% em 2020. Sempre vimos tais números com enormes ressalvas.

É imediato perceber que tanto manufaturas como serviços registraram expansões progressivamente mais fortes com o passar dos meses, indicando recuperação sequencial da economia. Serviços, inclusive, pareciam se recuperar sequencialmente mais rápido¹⁶ do que as manufaturas. Além disso, praticamente todas as aberturas de manufaturas passaram a terreno expansionista durante o 3º trimestre, com absoluto destaque para as novas ordens de exportação – a demanda externa dava sinais claros de recuperação, mitigando um dos riscos mais importantes à retomada da economia chinesa. A nota dissonante ficava por conta do emprego, que continuou em contração durante os últimos meses, ainda que esta tenha sido progressivamente menor (ou seja, leituras mais baixas que 50, mas cada vez mais próximas desse nível).

De outro lado, os indicadores reais mensais divulgados durante o 3º trimestre mostraram consistente melhora, ainda que marcada por enorme heterogeneidade e um tanto de volatilidade. A Tabela 7 condensa as principais informações utilizadas em nossa modelagem do PIB trimestral – ressalta-se que os relevantes indicadores de indústria, varejo e construção civil do último mês de cada trimestre sempre são divulgados junto ao PIB,¹⁷ o que implica desafio prático adicional para a nossa modelagem.

¹⁶ Importante entender que o comentário é sobre aceleração e não sobre velocidade de crescimento – ou seja, serviços se recuperavam mais intensamente, mas poderiam estar crescendo a taxas menores em relação ao mesmo período do ano anterior.

¹⁷ Os dados de atividades do mês final de cada trimestre sempre são divulgados junto ao PIB trimestral. Em condições normais, o comportamento dos meses anteriores costuma ser bom preditor do comportamento mensal ao fim do trimestre. Em momento como o atual, com tamanha incerteza e volatilidade dos dados, tal hipótese de trabalho tende a se mostrar mais frágil e inadequada.

Tabela 7: Indicadores mensais selecionados (AsA)

	2020.T2			2020.T3		
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
Produção industrial	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9*
Transformação	5.0	5.2	5.1	6.0	6.0	7.6
Extrativa	0.3	1.1	1.7	-2.6	1.6	2.2
Varejo (real)**	-10.5	-5.1	-4.2	-3.7	-1.8	1.6*
Bens	-10.2	-5.2	-3.4	-3.2	-2.7	0.2
Refeições (alimentação)	-41.8	-29.3	-23.3	-19.9	-17.9	-12.7
Investimento em ativos fixos	0.6	3.9	5.4	6.0	7.6	7.6*
Novas construções	-1.3	2.5	8.8	11.3	2.4	-1.9*
Vendas imobiliárias	-2.1	9.7	2.1	9.5	13.7	7.3*
Exportações (US\$)	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9
Importações (US\$)	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2
Crédito bancário***	104.1	32.5	14.9	23.3	14.1	9.9
Crédito amplo****	85.8	86.1	32.0	31.4	63.4	38.3

* Variáveis divulgadas junto ao PIB trimestral; ** Varejo real deflacionado pelo CPI, inclusive em suas aberturas para bens e alimentação; *** Engloba empréstimos em moeda local e em moeda estrangeira; **** Total Social Financing, englobando operações bancárias e não-bancárias (*shadow banking*). Fonte: NBS e CEIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Há inúmeras questões dignas de nota, das quais destacaremos quatro. Em primeiro lugar, houve clara aceleração nos indicadores de produção industrial e vendas durante os últimos meses, em processo que claramente ganha tração ao final do 3º trimestre. Como vetores de fundo, há evidências robustas de aceleração tanto da demanda interna (perceptível tanto nas vendas no varejo como nas importações, ainda que esta permaneça um tanto volátil) como da demanda externa (exportações).

Em segundo lugar, o setor de construção civil registrou importante recuperação na largada do 3º trimestre, mas emergem sinais de acomodação. Isso fica claro pela manutenção da velocidade de crescimento dos investimentos em ativos fixos e, principalmente, pela inesperada contração em novas construções observada em setembro. Ainda que as vendas imobiliárias permaneçam robustas, aumentam os riscos da retomada nesse setor (falaremos mais sobre isso adiante).

Em terceiro lugar, os indicadores de crédito permanecem com elevadas taxas de crescimento, mas há também importante acomodação no ritmo de novas concessões. Isso é particularmente claro no crédito bancário, com concessões crescendo à taxa de somente um dígito em setembro, mas também ocorre no crédito amplo (o *Total Social Financing*, que combina

operações bancárias e aquelas originadas no *shadow banking*). Com taxas de expansão do crédito amplo mais elevadas do que as observadas no crédito bancário, aumenta a participação relativa do *shadow banking* – e, com isso, os riscos de ajustes prudenciais adiante.

O último comentário já deve estar claro para os leitores mais atentos: há brutal heterogeneidade na economia, seja entre setores ou até mesmo dentro de um mesmo setor. A produção cresce muito mais do que as vendas no varejo, há dicotomia entre as vendas de bens e de alimentação (o que traz clara relação com o comportamento relativo de comércio e serviços), aparecem evidências de desaceleração nas construções e há fortes diferenças entre as dinâmicas do crédito bancário e do *shadow banking*.

Ainda que com inúmeros reparos e incertezas, é evidente que houve recuperação da economia durante o 3º trimestre e, mais importante, os dados apresentados sugerem que tal retomada foi crescente com o passar dos meses. Isso se refletiu no comportamento tanto de nossas projeções como nas expectativas dos analistas. Em julho, esperávamos expansão de 4,4% no 2020.T3 e de 1,3% em 2020. Imediatamente antes da divulgação do resultado do PIB do 3º trimestre, tais números estavam, respectivamente, em 5,7% e 2,0%, comparando-se a medianas de mercado de 5,5% e 2,2%.

Foi com surpresa negativa, portanto, que se recebeu o crescimento de 4,9% AsA no trimestre recém concluído. De maneira nenhuma se está a dizer que o resultado foi ruim – a aceleração sequencial observada desde o início do ano é muito relevante, saindo de contração histórica no 1º trimestre para uma expansão somente pouco menor que a velocidade pré-Covid no espaço de um semestre. A China acelera, mas talvez de forma menos intensa do que o sugerido pelos indicadores de alta frequência.

Olhemos os detalhes setoriais. Na Tabela 8, comparamos as taxas de crescimento AsA observadas no 2020.T3, em setores selecionados do lado da oferta, com os valores registrados desde o último trimestre do ano passado. Nossa ideia é observar quais setores já retomaram ritmos de expansão interanual equivalentes aos do imediato pré-Covid.

Tabela 8: Taxas de expansão AsA, setores selecionados

	2019.T4	2020.T1	2020.T2	2020.T3
Primário	3.4	-3.2	3.3	3.9
Secundário	5.8	-9.6	4.7	6.0
Indústria manufatureira	5.9	-10.2	4.4	6.1
Construção civil	5.3	-17.5	7.8	8.1
Terciário	6.6	-5.2	1.9	4.3
Transporte e armazenagem	6.3	-14.0	1.7	3.9
Comércio	5.4	-17.8	1.2	3.1
Acomodação e alimentação	6.2	-35.3	-18.0	-5.1
Intermediação financeira	7.0	6.0	7.2	7.9
Atividades imobiliárias	2.5	-6.1	4.1	6.3
Tecnologia da informação	15.6	13.2	15.7	18.8
Leasing e serviços comerciais diversos	9.9	-9.4	-8.0	-6.9
Outros serviços prestados	6.0	-1.8	-0.9	2.3
PIB	6.0	-6.8	3.2	4.9

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

Como apontado várias vezes, tanto neste artigo como em trabalhos anteriores, a narrativa geral do choque da Covid-19 (na China e no mundo) é de relevante heterogeneidade setorial – seja na fase de desaceleração abrupta da economia, seja na retomada posterior. Com o passar do tempo, é de se esperar que essa heterogeneidade diminua ao passo em que a economia se normalize.

De fato, as aberturas do PIB mostram comportamento mais homogêneo no 3º trimestre do que o observado anteriormente – e, em muitos setores, já se retoma velocidade de expansão comparável ao pré-Covid. O setor primário (agricultura, pecuária, piscicultura e extrativa vegetal) continua a acelerar e passa a crescimento de 3,9% AsA, claramente superior ao final de 2019. Seu peso no PIB chinês é, no entanto, pequeno (pouco maior do que 7,0%). A discussão relevante fica, portanto, entre o setor secundário (indústria, construção civil e produção de eletricidade, gás e água, com peso pouco menor que 40% no PIB) e o setor terciário (serviços, com peso aproximado de 53%).

Ao contrário do ocorrido no trimestre anterior, o setor secundário volta a uma velocidade de crescimento comparável ao período anterior ao choque – estritamente falando, uma expansão de 6,0% AsA que é marginalmente superior ao 5,8% AsA do 2019.T4. Dando sequência ao

observado em meados do ano, houve aceleração adicional tanto na indústria manufatureira como na construção civil que, em ambos os casos, operam em velocidade superior à registrada no final do ano passado – é a combinação de “Velha China” (investimentos, crédito, construção civil) e de retomada da demanda (interna e externa) que emerge dos dados de alta frequência.

A recuperação incompleta está totalmente concentrada no setor terciário, ainda que o *gap* de crescimento seja claramente menor do que o registrado no trimestre passado. O setor terciário volta a taxas mais robustas de expansão (4,3% AsA), mas ainda um tanto abaixo da registrada no pré-Covid. A retomada dos serviços é mais lenta e tortuosa. É assim na China, será assim em todas as economias.

Mais importante ainda, há evidentes mudanças de comportamento intersetorial – se vamos convergir a um “novo normal”, ele será mais evidente no setor terciário. Do lado positivo, tecnologia da informação, intermediação financeira e atividades imobiliárias continuam acelerando, com taxas de expansão mais elevadas do que as observadas tanto ao final de 2019 como no 2º trimestre de 2020 – a Covid-19 confirma-se como um catalizador de mudanças para uma “nova economia” mais tecnológica e digital.

Do lado negativo, as outras atividades não retomaram as taxas de expansão do final de 2019 e, em alguns casos, permaneceram em contração. Isso é particularmente claro em acomodação e alimentação (refletindo as dificuldades nos setores de recreação, lazer e turismo, o que pode ser observado nos indicadores de alta frequência para refeições fora do domicílio), nos serviços de *leasing* e em outros serviços prestados. Mesmo comércio e transportes, ainda que em expansão, rodam bastante abaixo do registrado no fim do ano passado.

Ressalta-se que, em todos os casos, houve melhora sequencial, com velocidades mais elevadas do que as registradas no 2º trimestre de 2020. Parece haver, no entanto, um caminho mais longo adiante. E é perfeitamente possível que as velocidades observadas reflitam uma mudança no padrão de consumo, inviabilizando a rápida retomada dessas atividades.

Os resultados do 3º trimestre motivaram uma reavaliação de nossas perspectivas para o ano, reduzindo as estimativas iniciais de expansão do 4º trimestre para 5,2% AsA. Se confirmado, tal número implicaria em crescimento de 1,7% em 2020. Entendemos que o resultado do 3º trimestre deve desestimular as projeções mais exuberantes de alguns analistas, promovendo uma convergência das estimativas anuais de volta às cercanias de 2,0%.

Mais importante, neste momento, é discutir o balanço de riscos para tais projeções – nem tanto em 2020, mas sim para o próximo ano e, eventualmente, além. Parece-nos que, neste momento, há certa assimetria negativa.

Do lado negativo, destacamos três questões. Em primeiro lugar, são crescentes as evidências de uma 2ª onda global da Covid, com destaque absoluto para a Europa e, em algum nível, também para as Américas. Mesmo que a economia chinesa seja hoje mais dependente do seu mercado doméstico, uma piora do ambiente internacional pode certamente atrapalhar: sendo

a primeira a emergir do choque, a China terá que lidar com os “ventos de proa” externos por mais tempo.

Em segundo lugar, continuamos com riscos relevantes na seara geopolítica, com uma evolução de contenciosos frente à China que supera as pendengas comerciais com os Estados Unidos. Muito mais importante do que a Guerra Comercial, tão estridente sob Trump, é entender de que forma os países estão se organizando para atraparalhar a ascensão geopolítica chinesa, o que tem estreita ligação com o aumento do seu poderio tecnológico.

Questões estratégicas também ganham atenção no mundo pós-Covid, com inúmeros países se convencendo de que não podem depender dos suprimentos chineses sob uma ótica de segurança nacional. Estamos em evidente Guerra Fria, com campo de batalha digital e no qual a projeção de poder se dará não pela ideologia, mas sim pela adoção (ou não) de tecnologias e produtos chineses. A depender dos desdobramentos futuros (nem tão distantes assim), podemos ter importantes mudanças nos encadeamentos produtivos, no comércio e na adoção de tecnologias disruptivas (especialmente em telecomunicações).

Por fim, há importantes ajustes prudenciais em curso na economia chinesa, o que pode levar a uma diminuição adicional do *momentum* em certos setores econômicos. Em específico, observamos recorrentes indicações de política monetária “prudente” por parte do PBoC (o banco central chinês) e uma recente mudança regulatória no mercado imobiliário, restringindo a capacidade de endividamento das principais incorporadoras – é inclusive possível que os efeitos iniciais desse ajuste já tenham sido observados nos dados de setembro.

Como resultado, é de se esperar redução adicional de novas construções, da arrecadação não tributária das municipalidades (em muito associada a leilões de terras para as incorporadoras), dos preços imobiliários (especialmente terrenos) e da emissão de instrumentos de *shadow banking* (tipicamente colateralizados no mercado imobiliário). Trocando em miúdos, há possibilidade concreta de desaceleração do crescimento de curto prazo, tendo como contrapartida maior prudência gerencial e menos riscos sistêmicos a médio prazo (notadamente no endividamento privado).

Já do lado positivo, é importante reconhecer que o país continua tendo graus de liberdade relevantes para a implementação de políticas anticíclicas, se assim for necessário. Na seara monetária, a inflação é decrescente (em 12 meses, 1,7%), com núcleos bem comportados (0,5%) e importante desaceleração nos preços de bens derivada de descompressão nos preços de alimentos (notadamente proteínas). Na seara fiscal, a sinalização de aumento do déficit primário em 2020 (para as cercanias de 8,0 p.p. do PIB) ainda não foi levada a cabo, configurando espaço adicional para gastos públicos. Mais ainda, é forçoso reconhecer que o endividamento agregado é elevado (superior a 280% do PIB), ainda que a parcela pública seja relativamente pequena (em torno de 65% do PIB) e com custo bastante baixo (inferior a 2,0%a.a.).

Por fim, não podemos nos esquecer de características estruturais que fazem com que a China lide melhor com o choque da Covid-19 e que, ao mesmo tempo, tenha possibilidade de recuperação mais rápida do que a observada em outras economias: (i) sua taxa de poupança, notadamente privada, é muito mais elevada, liberando recursos estatais para políticas de promoção do crescimento, em detrimento das políticas de manutenção de renda observadas no mundo ocidental; (ii) sua estrutura produtiva tem mais peso relativo do setor secundário frente ao terciário, implicando retomada mais rápida e velocidade “no novo normal” potencialmente mais elevada; e (iii) sua matriz cultural é mais tolerante e favorável ao distanciamento social e ao *track and tracing*, essenciais para evitar uma segunda onda de infecções, colocando naturalmente os interesses coletivos acima de maiores liberdades individuais.

Em conclusão, ainda que tenhamos observado uma surpresa negativa no 2020.T3, é forçoso reconhecer que a China descola das outras economias globais – será das poucas, e a única dentre as principais economias, a registrar crescimento em 2020. A China emergirá do choque da Covid-19 relativamente mais forte, com mais importância no crescimento global e em melhores condições de impor a sua agenda estratégica de elevação do valor adicionado produzido, projeção de influência e consolidação de posição geopolítica hegemônica.

Mudanças ocorrerão, seja na relação da China com o mundo, seja na própria composição da economia chinesa. Certos setores ainda levarão um longo tempo até retomar os níveis pré-Covid e, em alguns casos, é inclusive possível que estejamos no início de uma mudança estrutural. A estrada da recuperação é tortuosa, mas no caso chinês, com a informação atualmente disponível e mesmo com os riscos envolvidos, ela parece ser claramente montanha acima.

Lívio Ribeiro

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Bráulio Borges

Daniel Duque

Fernando Augusto Adeodato Veloso

José Júlio Senna

Juliana Damasceno

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luana Miranda

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Tiago Martins

Vilma Pinto

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Equipe Permanente

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

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr. e André Braz

Advertência

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

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 20 de outubro 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.