

A decorative graphic consisting of a thick vertical purple line on the left and a thin horizontal purple line intersecting it, with a short horizontal line segment extending to the right from the intersection point.

BOLETIM MACRO

Novembro de 2020



Progresso nas vacinas contra Covid-19 é sinal positivo, mas desafios domésticos persistem

As últimas semanas foram marcadas por intensa oscilação no humor dos mercados financeiros. No âmbito internacional, contribuíram para esse comportamento o desfecho da eleição nos EUA, a divulgação de resultados promissores nos testes de algumas vacinas contra a Covid-19 e o recrudescimento da pandemia, em especial na Europa.

A vitória de Joe Biden na eleição presidencial veio em linha com as pesquisas, mas foi mais difícil e disputada do que essas previam. As eleições para o Congresso também foram menos favoráveis para o Partido Democrata do que as pesquisas sinalizavam. Na Câmara dos Deputados, os republicanos ampliaram sua representação, ainda que sem conquistar o controle da casa. No Senado, por sua vez, tudo indica que os republicanos manterão a maioria.

A julgar pelo comportamento dos preços de ativos, o mercado financeiro recebeu favoravelmente a surpresa da divisão de poder entre democratas e republicanos, ainda que isso possa significar uma recuperação mais modesta da atividade e do emprego em 2021.

Os avanços para a descoberta de uma vacina eficaz têm gerado otimismo e aumento do apetite pelo risco, já que cresceu a probabilidade de uma solução sanitária mais segura para deter a pandemia no ano que vem. Tudo indica que até o final do ano várias empresas já terão solicitado autorização de produção e distribuição de suas vacinas, que têm mostrado elevada eficácia. O cenário atual é que, em meados do primeiro semestre de 2021, já esteja em curso um amplo programa de vacinação, pelo menos nos países desenvolvidos.

As notícias animadoras sobre as vacinas reduziram o impacto sobre o mercado da frustração com a não aprovação de um novo e robusto pacote fiscal nos EUA ainda este ano. O Congresso dividido, a postura do presidente Donald Trump sobre o resultado eleitoral e a surpreendentemente alta votação que este recebeu contribuem para manter o impasse político entre republicanos e democratas e tornam improvável a aprovação de novo pacote fiscal na atual administração.

Os resultados preliminares divulgados pelas empresas que buscam uma vacina eficaz também contribuíram para mitigar o impacto nos mercados de um expressivo recrudescimento da pandemia. Em termos globais, o número de novos casos voltou a aumentar significativamente, alcançando 600 mil novos infectados por dia, com o número de mortes subindo para cerca de 10 mil óbitos diários.

O avanço nos casos de COVID-19 nos EUA tem levado à adoção de medidas restritivas em estados importantes do país, como Nova Iorque e Califórnia. O mesmo tem ocorrido em vários países europeus, assim como no Japão e na Austrália. As novas medidas de isolamento social

tendem a frear a velocidade de recuperação da atividade no setor de serviços, o mais representativo e o que mais emprega nas principais economias do mundo.

Os indicadores conjunturais dos EUA reforçam a previsão de expansão menor do PIB no quarto trimestre. As vendas do comércio varejista subiram 0,3% em outubro ante setembro, desacelerando em relação à alta anterior de 1,6%. É importante destacar que o número do mês anterior foi revisto para baixo e mesmo assim o resultado de outubro ficou aquém do previsto pelo mercado. Tudo indica que a desaceleração prevista para atividade no quarto trimestre pode ser ainda maior do que atualmente se espera, diante do avanço expressivo da pandemia nas últimas semanas.

Na zona do euro, a produção industrial de setembro e o Índice de Confiança Econômica de novembro também ficaram abaixo das expectativas, indicando que a economia do bloco deve seguir se enfraquecendo no curto prazo, por conta de medidas de isolamento social adotadas para conter a segunda onda da Covid-19 na região. O mais provável é que o PIB da região caia de novo no quarto trimestre, ainda que de forma menos acentuada do que no segundo trimestre.

No Brasil, o número de casos também voltou a crescer, mas ainda há dúvidas sobre se haverá uma nova onda de infecção e a sobre necessidade, ou não, de novas medidas de restrição à atividade econômica. Porém, pelo menos no curto prazo, a recuperação segue em curso. Projetamos para o PIB do terceiro trimestre retração de 4,9% na comparação interanual e crescimento de 7,4% na margem. Para o ano de 2020, projetamos queda de 5,0%.

Para o quarto trimestre, esperamos desaceleração do ritmo de crescimento, que está sendo confirmada pelos indicadores já divulgados. A redução do valor do auxílio emergencial, a antecipação, para o segundo trimestre, do pagamento do décimo terceiro de aposentados e pensionistas do INSS, totalizando R\$ 47 bilhões, e a recuperação lenta do mercado de trabalho são as principais forças por trás dessa desaceleração.

Conforme destacado na prévia das Sondagens do FGV IBRE, com dados coletados até o dia 13 de novembro, há um recuo na confiança empresarial e dos consumidores. Em relação ao número final de outubro, o Índice de Confiança Empresarial (ICE) recuou 0,9 ponto, para 96,2 pontos, enquanto o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) caiu 2,2 pontos, para 80,4 pontos. Apesar de a indústria continuar com resultados favoráveis até o momento, mesmo nesse setor as expectativas em relação aos próximos meses começaram a ser revistas para baixo.

Também no Brasil os ativos financeiros se beneficiaram do otimismo advindo dos resultados positivos quanto às vacinas. No entanto, em termos de perspectivas para 2021, o que preocupa mais é a paralisia na agenda de reformas estruturais e as declarações sobre uma possível extensão de estímulos fiscais no ano que vem. Esse quadro de paralisia e pouca preocupação

com a deterioração do quadro fiscal afeta negativamente os mercados e limita os ganhos resultantes do aumento do apetite dos investidores pelo risco.

O mau humor com o rumo da política econômica se reflete no Índice de Condições Financeiras (ICF) produzido pelo FGV IBRE, que, a despeito da melhora observada em novembro, continua cerca de 40% acima dos valores verificados entre os meses de abril e agosto. De acordo com Miranda (2020),¹ o comportamento do ICF está em linha com a dinâmica da Incerteza Fiscal, índice também divulgado pelo FGV IBRE. A partir de setembro, houve um forte aumento da incerteza fiscal, com impactos significativos sobre os preços dos ativos financeiros e, conseqüentemente, um aperto nas condições financeiras.

Sem uma solução para o impasse fiscal, as condições financeiras continuarão apertadas, prejudicando a recuperação da economia brasileira em 2021. Além disso, um cenário de maior incerteza fiscal pode tornar os choques inflacionários de curto prazo mais permanentes. O tempo urge.

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

1. Na seção sobre atividade econômica, discute-se a indicação dada pelos dados já disponíveis de que essa continuou a se recuperar em setembro, mas que, na margem, houve significativa desaceleração do ritmo de crescimento das vendas no varejo e também na atividade dos serviços. A indústria de transformação, por outro lado, continuou exibindo vigor no último mês do trimestre. Em setembro, após cinco meses seguidos de alta, a produção industrial retornou ao nível pré-crise. A desaceleração do ritmo de crescimento da economia deve persistir ao longo do quarto trimestre. A redução do auxílio emergencial, em conjunto com a aceleração da inflação, as incertezas relacionadas à recuperação do mercado de trabalho e a piora recente das condições financeiras, deve afetar o ritmo da recuperação da atividade no final do ano. À luz desses resultados, projetamos para o PIB do terceiro trimestre retração de 4,9% na comparação interanual e crescimento de 7,4% na margem. Para o ano de 2020, projetamos queda de 5,0% e crescimento de 3,5% em 2021. [\(Seção 1\)](#)
2. Na seção sobre confiança, mostra-se que os índices de confiança de empresários e consumidores interromperam a trajetória de recuperação observada desde maio, com piora das expectativas. Apenas a indústria seguiu avançando, influenciada pelo aumento da demanda interna e por uma mudança na cesta de consumo das famílias. Consumidores percebem uma situação financeira familiar mais difícil e vêm postergando o consumo de bens e serviços. A elevada incerteza, o final do período dos programas de auxílio do governo, a lenta recuperação do setor de serviços, a situação fiscal e o receio de uma nova onda de Covid-19 fazem com que

¹ Ver “Alívio das condições financeiras pode ser rapidamente revertido pelo risco fiscal”, publicado no Blog do IBRE em 18 de novembro de 2020 por Luana Miranda (<https://blogdoibre.fgv.br/posts/alivio-das-condicoes-financeiras-pode-ser-rapidamente-revertido-pelo-risco-fiscal>).

seja difícil imaginar uma retomada da tendência de recuperação da confiança no curto prazo.

[\(Seção 2\)](#)

3. Na seção sobre mercado de trabalho, discute-se a nova alta da taxa de desocupação que a PNAD Contínua registrou em agosto, chegando a 14,45%, pouco acima do projetado pelo Ibre/FGV e pela mediana das expectativas do mercado. A alta foi puxada por sucessivos aumentos da taxa de participação, tal como observado na PNAD Covid-19, tanto para agosto quanto para setembro, o que aponta para nova elevação da desocupação em setembro na PNADC. O Caged, por outro lado, apresentou mais um grande saldo positivo em julho, com mais de 310 mil postos de trabalho formais criados. Em que pese que, durante a pandemia, o número de empregos formais criados, como registrado por essa pesquisa, tenha se descolado consideravelmente da mesma variável na PNAD Contínua, com diferença positiva para o Caged, as duas séries se aproximaram no último mês. [\(Seção 3\)](#)

4. Com relação à inflação, vê-se que os preços dos alimentos seguem pressionando os índices ao produtor e ao consumidor. A aceleração registrada nos preços de alimentos *in natura*, *commodities* agrícolas e proteínas amplia a participação do grupo alimentação nos resultados dos índices de preços, especialmente no IPC. Esse movimento vem orientando as revisões na expectativa de inflação, que já se aproximam da meta para 2020. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, nosso analista mostra que o atual choque inflacionário nada tem de trivial. O impacto nos preços de diferentes movimentos de mercado, tanto de oferta, quanto de demanda, tem sido expressivo. A boa notícia é que os fatores explicativos do choque não possuem características de permanência, no sentido de (sob condições normais) serem capazes de produzir aumentos contínuos e generalizados de preços. A grande questão, porém, argumenta o nosso analista, é que o momento não poderia ser pior para a ocorrência de um choque como esse. Nosso problema fiscal é gigantesco, com o agravante de que não se percebem sinais concretos de que serão tomadas medidas firmes e abrangentes de contenção das despesas públicas obrigatórias. Na medida em que a inércia em (não) agir permaneça, o risco de os efeitos do atual choque inflacionário se disseminarem pela economia será elevado. O BC acabaria tendo de elevar a taxa Selic, movimento que seria necessário, de um lado, para impedir a volta da inflação, mas seria simplesmente desastroso sob o prisma das expectativas e da retomada da economia e do emprego. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção fiscal, discute-se como a concretização de riscos fiscais dificulta a execução do orçamento sob o teto de gastos em 2021. Alertava-se à época do Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) de 2021 para riscos fiscais que poderiam gerar gastos não previstos, agravados pelo cumprimento do teto ocorrer sem qualquer folga no projeto. Esses riscos se concretizaram, aumentando a estimativa das despesas sujeitas ao teto em R\$ 20,8 bi: reversão do veto à desoneração da folha (+R\$ 4,9 bi) e maiores projeções de inflação (+R\$15,9 bi), via impacto sobre despesas indexadas ao INPC. A dissonância entre o índice de reajuste dessas despesas (INPC anual) e o do reajuste do teto de gastos (IPCA ac. 12m até junho) torna ainda mais

problemática a administração orçamentária. A diferença entre o reajuste de despesas indexadas e o reajuste do teto em 2021, considerando apenas as respectivas periodicidades, deve ser a maior desde que foi estabelecida a regra vigente de reajuste do teto. A médio prazo, torna-se cada vez menos factível projetar um cenário em que as despesas não ultrapassem o teto antes de 2026, o ano previsto para sua eventual revisão. [\(Seção 6\)](#)

7. A seção do Setor Externo analisa como interpretar a desaceleração na queda do volume exportado da indústria de transformação na comparação interanual mensal entre 2019 e 2020. Em especial, se o recuo de apenas 0,7% em outubro é um sinal de recuperação das vendas externas para esse setor. Destaca-se o crescimento de 20,2% das exportações de bens duráveis, em que a principal contribuição foi da Argentina, e, em especial, do setor automotivo. Conclui-se que chegamos ao final do ano com perspectivas de uma possível melhora para as exportações de manufaturados, mas não se espera uma volta aos níveis das vendas pré-pandemia este ano e há incertezas quanto a 2021. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, nossos analistas discutem o que aconteceu com o PIB de diferentes países no 3º trimestre e o que pode vir a ocorrer neste 4º trimestre, quando diversos países voltaram a endurecer as medidas de restrição à circulação de pessoas e ao funcionamento de estabelecimentos. Isso é feito com base em um modelo com dados em *cross-section*, que busca explicar as variações acumuladas do PIB dessazonalizado de 48 países. Nos EUA, o modelo estimado sugere que cerca de 3,3 p.p. da expansão do PIB no 3º trimestre seria explicada pela redução da restrição à mobilidade de pessoas e ao funcionamento de empresas. No caso da Europa, a reação de vários países neste 4º trimestre tem sido a de apertar consideravelmente essas restrições. Com efeito, utilizando o modelo estimado, parece ser bastante provável que o PIB da zona do euro volte a registrar contração neste 4º trimestre, depois de ter se expandido fortemente no 3º trimestre. [\(Seção 8\)](#)

9. E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria dos pesquisadores Daniel Duque, Tiago Martins e Paulo Peruchetti, o tema é a situação atual e os desafios para o futuro no mercado de trabalho brasileiro. [\(Seção 9\)](#)

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Atividade econômica segue em retomada, mas acomodação é prevista no quarto trimestre

Os dados de atividade econômica continuaram a exibir recuperação em setembro, mas houve significativa desaceleração do ritmo de crescimento na margem nas vendas no varejo e também na atividade dos serviços. O comércio varejista ampliado cresceu 1,2% em setembro ante agosto. Já em agosto ante julho, a alta havia sido de 4,1%. Os serviços, por sua vez, cresciam a 2,9% em agosto e desaceleraram para 1,8% em setembro.

A indústria de transformação, por outro lado, continuou exibindo vigor em setembro, registrando aceleração de 3,9% em relação ao mês anterior, mesmo após alta de 3,6% em agosto ante julho. Em setembro, após cinco meses seguidos de crescimento, a produção industrial retornou ao nível pré-crise.

A principal característica dessa recuperação é a sua heterogeneidade.

Enquanto a indústria e o varejo já retornaram ao patamar pré-Covid, o setor de serviços permanecia, em setembro, 8% abaixo do nível de fevereiro. Há, ainda, diferenças entre os subsetores. O principal destaque negativo é a categoria de serviços prestados às famílias, cuja atividade encontra-se 36% abaixo do nível pré-crise.

A desaceleração do ritmo de crescimento deve persistir ao longo do quarto trimestre. Os dados do Cielo sinalizam desaceleração do faturamento nominal nas vendas tanto de bens duráveis quanto não duráveis. Em setembro, o faturamento nominal referente aos bens duráveis encontrava-se 2,4% acima do período pré-Covid; em outubro, essa taxa se reduziu para 1,6%. Já no caso dos bens não duráveis, houve desaceleração de 5,5% em setembro para 3,5% em outubro.

A redução do auxílio emergencial, em conjunto com a aceleração da inflação, as incertezas relacionadas à recuperação do mercado de trabalho e a piora recente das condições financeiras, deve afetar o ritmo da recuperação da atividade no quarto trimestre.

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2020.III (TsT)	2020.III (AsA)	2020
Consumo das Famílias	7,3%	-7,7%	-7,0%
Consumo do Governo	0,0%	-8,2%	-6,0%
Investimento	15,6%	-3,9%	-5,1%
Exportação	0,3%	3,2%	0,3%
Importação	-11,6%	-27,3%	-14,1%
PIB	7,4%	-4,9%	-5,0%
Agropecuária	-1,5%	-2,4%	0,3%
Indústria	14,2%	0,0%	-3,0%
Extrativa	4,5%	3,1%	4,0%
Transformação	23,5%	0,0%	-5,0%
Construção Civil	8,1%	-3,4%	-3,9%
Eleticidade e Outros	5,7%	1,2%	-1,5%
Serviços	6,0%	-6,0%	-5,5%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

À luz desses resultados projetamos para o PIB do terceiro trimestre retração de 4,9% na comparação interanual e crescimento de 7,4% na margem, como mostra a Tabela 1. Para o ano de 2020, projetamos queda de 5,0%.

O Monitor do PIB-FGV aponta crescimento de 7,5% TsT (-4,4% AsA). Vale notar que o Monitor do PIB busca antecipar as revisões nas séries históricas das CNT que ocorrem em todo terceiro trimestre, visto que a taxa de crescimento do PIB de 2018 foi revista para cima (1,8%) pelo IBGE. A expectativa do Monitor do PIB é de que o PIB de 2019 seja revisto de 1,1% para 1,6%.

O ajuste positivo em nossa projeção para o PIB do terceiro trimestre (que era de -5,1% AsA e 7,1% TsT no Boletim Macro de outubro) é justificado majoritariamente por resultados melhores no setor industrial e também em serviços de intermediação financeira e transportes.

No setor de serviços, as maiores pressões negativas, que impedem uma 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 do setor de serviços no PIB.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 7,3% TsT (-7,7% AsA) no terceiro trimestre, e se retrair 7,0% no ano. O crescimento de 3,2% da massa ampliada de rendimentos foi fundamental para impulsionar o consumo de bens, mas o consumo de serviços permanece bastante deteriorado. Na ausência das políticas de estímulo implementadas pelo governo, teria havido queda de 6% da massa ampliada de rendimentos.

O investimento, por sua vez, deve crescer 15,6% TsT (-3,9% AsA) no terceiro trimestre. Mesmo assim, esse importante componente do PIB ainda estará quase 30% abaixo do pico registrado em 2013. A recuperação do investimento depende sobremaneira do afrouxamento das condições financeiras que, por sua vez, está atrelado à redução da incerteza fiscal.

Para 2021, mantivemos nossa projeção de crescimento de 3,5%, mas as incertezas persistem. Uma possível segunda onda da Covid-19 ou a ausência de uma solução satisfatória para o impasse fiscal levariam as condições financeiras a um patamar ainda mais contracionista, dificultando a recuperação econômica ao longo dos próximos anos.

Silvia Matos e Luana Miranda

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Piora nas expectativas freia recuperação da confiança

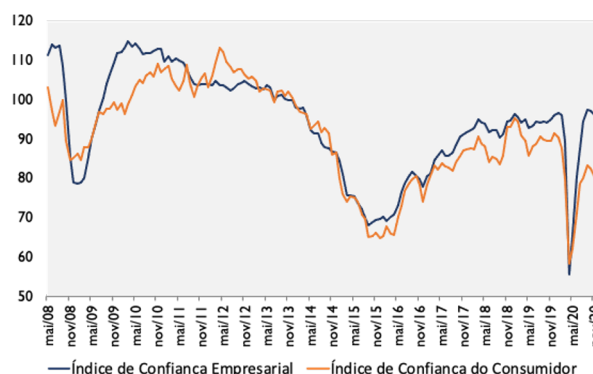
Em outubro, os índices de confiança de empresários e consumidores interromperam a trajetória de recuperação observada desde maio. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) caiu 0,4 ponto e o do Consumidor (ICC), 1,0 ponto. O recuo dos dois índices foi influenciado pela piora das expectativas em relação aos meses seguintes. Os resultados prévios de novembro, divulgados no último dia 16, confirmam a tendência sinalizada em outubro, com nova piora das

expectativas. Houve queda de 2,2 pontos da confiança dos consumidores e de 0,9 ponto na dos empresários. Apesar de terem observado uma trajetória semelhante durante o pior momento da crise, a recuperação da confiança empresarial entre maio e setembro foi bem mais rápida. Mesmo após a segunda queda, o ICE se mantém acima do patamar de fevereiro, enquanto o ICC continua bem abaixo do nível pré-pandemia.

Olhando pelo lado empresarial, o ritmo de recuperação continua heterogêneo entre os setores e apenas a indústria segue avançando e atingindo níveis historicamente elevados de confiança. Comércio e construção recuperaram boa parte da confiança perdida ao início da crise, mas agora vêm oscilando durante a retomada. Já o setor de serviços permanece com muitas dificuldades e mantém o menor nível de confiança entre os grandes setores. A alta expressiva da indústria parece ser influenciada pelo aumento da demanda interna e por uma mudança na cesta de consumo das famílias. Apesar da postura cautelosa dos consumidores nos últimos meses, há um aumento do volume de vendas de bens em detrimento de serviços, principalmente daqueles que demandam o contato entre as pessoas, envolvendo assim um maior risco de contaminação pela Covid-19. Adicionalmente, o nível elevado do câmbio vem protegendo de certa forma a indústria nacional.

Pelo lado dos consumidores, a recuperação, que já vinha sendo mais lenta, agora começa a ratear. Em outubro, houve perda de otimismo e os dados prévios de novembro indicam redução da satisfação com a situação atual. Como sinalizado nos meses anteriores, a incerteza sobre o ritmo de recuperação do mercado de trabalho e a iminente paralisação ou diminuição dos programas de auxílio do governo parecem contribuir negativamente

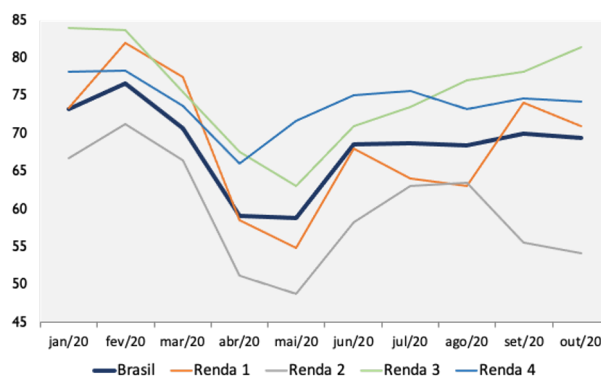
Gráfico 1: Confiança de Consumidores e Empresários
(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: Indicador de Situação Financeira da Família no Momento Presente

(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

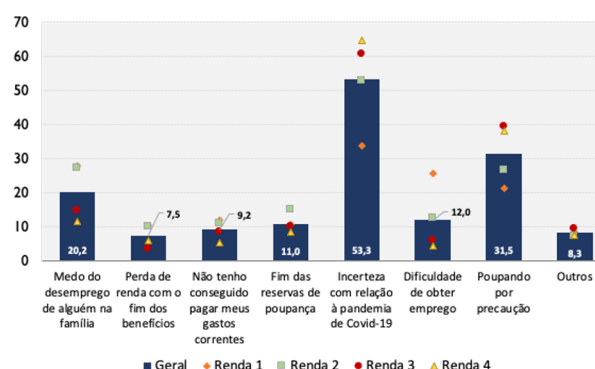
para essa percepção. A redução pela metade do auxílio emergencial desde setembro tornou mais urgente a necessidade de busca por emprego e as famílias de renda mais baixa já percebem piora da situação financeira, fato corroborado pela ligeira queda no mês do indicador sobre a situação financeira da família no momento.

Segundo o resultado de um quesito extraordinário incluído na Sondagem do Consumidor de outubro, dentre os fatores a contribuir para que os consumidores posterguem consumo de bens e serviços estão o medo do desemprego ou a dificuldade de se obter um emprego, a incerteza com relação à pandemia e a formação de poupança precaucional. Cerca de 62% dos consumidores estão adiando a compra de bens e serviços, uma tendência ainda mais forte entre consumidores de faixas de renda mais baixas (66,8% e 68,2%, respectivamente).

Ainda é difícil traçar uma trajetória clara para os próximos meses. A incerteza continua elevada, como pode ser atestado pelo resultado da prévia do Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br), que voltou a subir em novembro depois de seis quedas consecutivas. Ainda existem muitas questões em aberto e que podem influenciar nos próximos meses, como: o final do período dos programas de auxílio do governo, a lenta recuperação do setor de serviços, responsável por grande parte dos empregos do país, os problemas fiscais, acentuados após a pandemia, e o receio

de uma nova onda de Covid-19. Com todos esses fatores, é difícil imaginar uma retomada da tendência de recuperação da confiança no curto prazo.

Gráfico 3: Fatores que Levaram ao Adiamento do Consumo de Bens e Serviços (em %)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

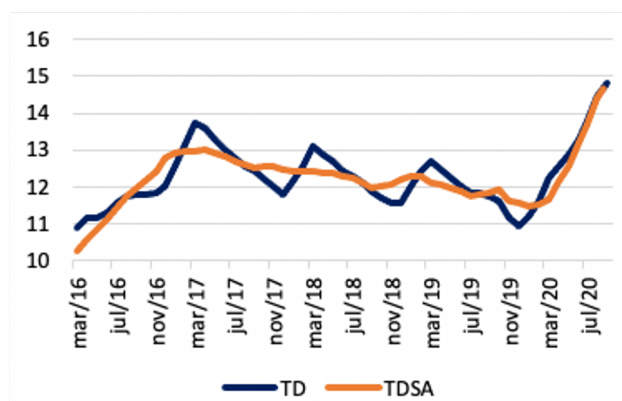
Aloisio Campelo Jr, Rodolpho Tobler e Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

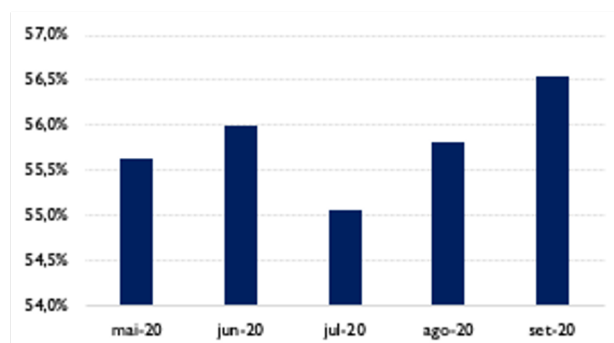
Últimas pesquisas apontam para recuperação do mercado de trabalho mais sustentada, apesar de alta da desocupação

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) divulgou sua edição de agosto, com uma nova alta da taxa de Desocupação, para 14,45%, ou 14,4% quando dessazonalizada, um aumento de 0,7 ponto percentual em relação ao trimestre móvel anterior e 2,6 pontos percentuais acima do mesmo período de 2019. A taxa também ficou ligeiramente acima do esperado pelo Ibre/FGV e pela mediana do mercado (14,2%), mostrando uma piora

ainda mais acentuada do que a prevista do mercado de trabalho naquele mês. Para o mês de setembro, espera-se uma nova alta para 14,8%, que converge para o mesmo valor quando dessazonalizada.

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


Fonte: PNAD C / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 5: Taxa de Participação em 2020


Fonte: PNAD Covid / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

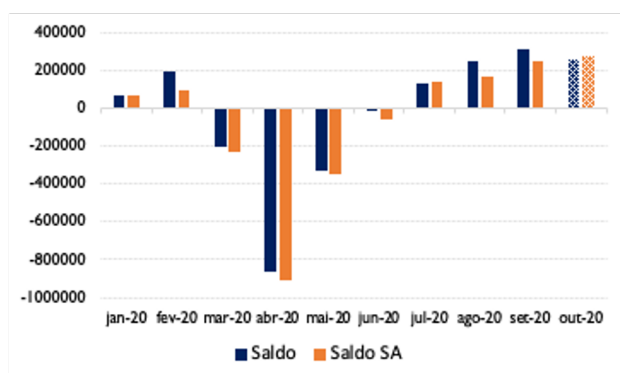
As sucessivas altas da taxa de desocupação, que, desde junho, está no maior nível já registrado, quando dessazonalizada, deve-se a uma crescente volta à força de trabalho daqueles que tinham perdido sua ocupação na pandemia – cerca de 12 milhões de trabalhadores –, mas não tinham procurado novo emprego. A PNAD Covid-19, cuja edição semanal desde a última semana de setembro não tem tido novas divulgações, confirma consideráveis altas da taxa de participação da população nos meses de agosto e setembro, que devem continuar aumentando, pressionando a taxa de desocupação

O Caged, por sua vez, mais uma vez surpreendeu positivamente o mercado e registrou em setembro a abertura de 313 mil postos de trabalho formais – equivalente a 242 mil postos na série dessazonalizada. O número foi apenas pouco acima do projetado pelo Ibre, de 300 mil. Para outubro, espera-se uma desaceleração na série dessazonalizada (mas que significaria alta com ajuste sazonal) para cerca de 260 e 278 mil postos, respectivamente.

Quando se compara o saldo acumulado do Caged com o o emprego formal da PNAD Contínua, tem-se que, durante a pandemia, houve grande descolamento – muito acima do normal – entre ambas as séries. No entanto, para o mês de agosto, refletindo um melhor resultado da população ocupada com carteira assinada na segunda pesquisa, os indicadores se reaproximaram, ainda que haja ainda uma distância consideravelmente maior do que o

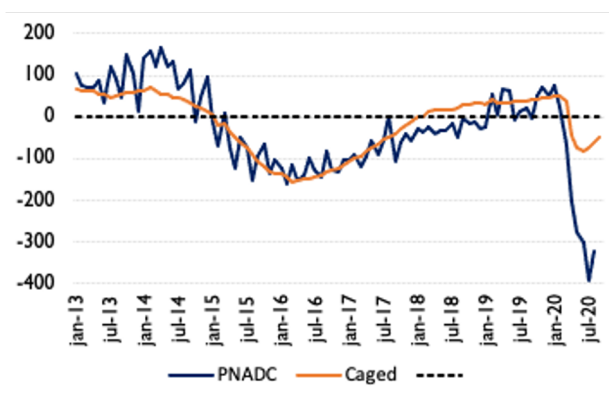
registrado anteriormente. Tendo em vista o novo resultado positivo da série do Caged em setembro, espera-se nova alta dos postos formais da PNAD Contínua.

Gráfico 6: Saldo de Vagas do Caged em 2020



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

Gráfico 7: Saldo (Acumulado em 12 meses) da PNADC e Caged (em mil pessoas)



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

Daniel Duque

4. Inflação

Sem arrefecimento à vista. Agora é a vez dos alimentos *in natura*

O aumento dos preços dos alimentos tem dominado o cenário de inflação em 2020. Segundo o Índice de Preços ao Produtor da FGV (IPA/FGV), a alta em 12 meses chegou a 29,6% em outubro e responde por 12,5% da inflação acumulada pelo IPA, que subiu 31% no mesmo período.

Apesar do aumento acumulado pelos alimentos, o ritmo de alta foi um pouco menos intenso mês passado, indicando o que poderia ser o início de uma fase de arrefecimento. Mas antes que se pudesse comemorar, os preços dos alimentos voltaram a surpreender: dessa vez, a pressão partiu dos *in natura*, que subiram 11% só no mês de outubro, ante alta de 2,9% em setembro. O início da estação mais quente do ano começou a impor seus desafios a certas culturas agrícolas, que manifestaram, através de alta em seus preços, os efeitos das reduções de oferta típicas do verão.

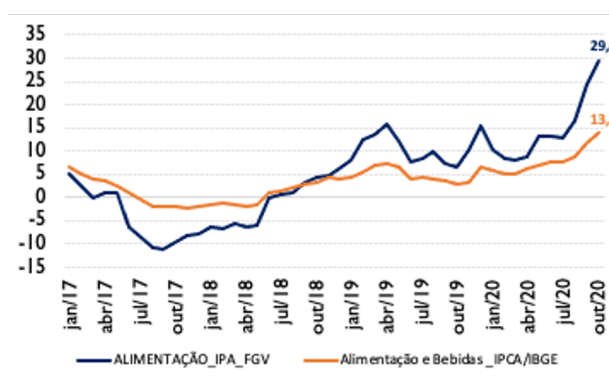
O segmento *in natura* responde por apenas 18% do peso dos alimentos no IPA, mas a magnitude do avanço dos preços em outubro contribuiu para a elevação da taxa desse grupo no índice ao produtor, mesmo com a desaceleração registrada para processados (de 5,7% para 3,5%), que respondem por 82% do peso dos alimentos.

O comportamento dos preços ao produtor se transmite ao consumidor. As apurações diárias do Monitor da Inflação mostram que parte dessa pressão já se materializa em aumentos de

preços nas gôndolas dos supermercados. Na primeira semana de novembro, os preços dos principais itens da cesta básica estão subindo em média 3%, antecipando que o grupo alimentação continuará como grande destaque da inflação ao longo de todo o quarto trimestre.

Entre os destaques do grupo estão itens importantes do segmento *in natura*. Batata inglesa (17,0%) e tomate (18,7%) tiveram papel relevante no IPCA de outubro e, segundo a coleta do Monitor da Inflação, farão o mesmo em novembro. Mês passado, segundo o IPCA/IBGE, a alimentação no domicílio havia subido 2,6%. Para novembro, as estimativas orientadas pela coleta de preços da FGV IBRE sustentam que essa classe de despesa poderá repetir a taxa de outubro, o que levaria a taxa anual a acumular alta de 14,8%. Considerando que o Monitor da Inflação antecipa alta de 0,7% para o IPCA de novembro, a taxa acumulada no ano do índice oficial avança para 2,9%, o que fará a alimentação no domicílio acumular elevação que corresponde a cinco vezes a inflação média.

Gráfico 8: Variação (12 Meses) da Inflação (%)



Fonte: IPA/FGV e IPCA/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

A alta dos preços dos alimentos cresce e se sustenta pelos impactos provocados pela depreciação cambial. A desvalorização do real contribuiu para o aumento das exportações e para o desabastecimento do mercado doméstico. Contribuiu também para o aumento dos custos de produção de vários segmentos do agronegócio e da indústria, sem contar que ajudou a encarecer *commodities*, cujos preços já estavam subindo em dólar, como milho, soja, minério de ferro, entre outros.

A importância dos alimentos para as famílias facilita o *pass through* cambial. Entre os itens a responder pelos aumentos acumulados em 2020, estão produtos básicos – que sofreram com a desvalorização cambial – e que acumulam altas no varejo aquém das praticadas na indústria, como: arroz (IPA: 92,8% e IPC: 57,1%), leite (IPA: 37,2% e IPC: 24,7%), carne suína (IPA: 26,0% e IPC: 17,6%) e óleo de soja (IPA: 98,1% e IPC: 80,9%). Essas diferenças podem sustentar novos repasses ao longo dos próximos meses, mesmo que a taxa de câmbio venha a se estabilizar.

Essa pressão inflacionária, intensificada a partir de março deste ano, aumentou a participação dos alimentos na inflação de 2020. Apesar de o grupo Alimentação e Bebidas comprometer apenas 20% do orçamento familiar, essa classe de despesa responde hoje por 82% da inflação acumulada pelo IPCA até outubro, que está em 2,2%. O aumento expressivo dos preços dos alimentos garantiu sua predominância na inflação de 2020, mesmo levando em consideração que o grupo responde por apenas um quinto do orçamento doméstico.

A persistente elevação apresentada pelos preços dos alimentos é o motor que vem promovendo revisões na expectativa de inflação. No Boletim Focus do Bacen, há algumas

semanas expectativa de inflação para 2020 era de 2,5%, mas já passou para 3,2% na primeira semana de novembro. Essa aceleração foi corroborada pelo Monitor da Inflação, que vem antecipando resultados para o IPCA indicativos de que a inflação oficial poderá encerrar 2020 próxima de 3,5%, muito mais próximo da meta para o ano (4%) do que se poderia prever meses atrás.

André Braz

5. Política Monetária

O choque inflacionário e a política monetária

Na reunião do Copom do final de outubro, os dirigentes do Banco Central registraram em ata sua avaliação de que as leituras mais recentes da inflação trouxeram alguma surpresa. Em média, os preços revelaram crescimento acima do esperado, produzindo alta da projeção de inflação para os meses restantes de 2020.

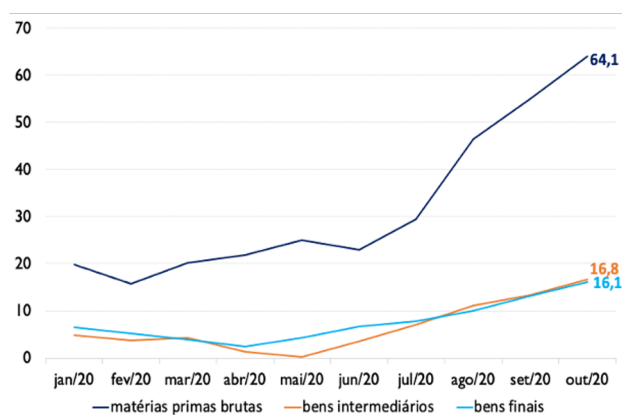
Após mencionar o que consideram ser os principais fatores explicativos dos novos números da inflação, as autoridades monetárias concluíram que, “apesar de a pressão inflacionária ter sido mais forte que a esperada, o Comitê mantém o diagnóstico de que esse choque é temporário”.

Isso parece sugerir que os dirigentes do BC não têm planos de elevar a taxa Selic no futuro previsível. Na verdade, é exatamente essa a mensagem associada à preservação do *forward guidance* definido em agosto. O fato de as expectativas e as projeções de inflação do cenário básico para 2021 e 2022 (3,1% e 3,3%, respectivamente) mostrarem-se “significativamente abaixo” (palavras do próprio BC) das metas de inflação para o horizonte relevante para a política monetária dá certa confiança à possibilidade de manutenção da Selic. Note-se, porém, que o andamento da política fiscal e a ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo são entendidas (pelo BC e por analistas de modo geral) como condicionantes importantes do futuro da política monetária.

Tais condicionantes deixam clara a necessidade de avaliarmos o atual choque inflacionário à luz do quadro fiscal hoje prevalecente. Antes, porém, faz sentido formar uma noção minimamente boa acerca da dimensão do choque.

Em termos agregados, nos últimos doze meses, a alta de preços ao nível do

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



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

produtor chega a 31,0% (IPA-DI), variação essa extraordinariamente mais acentuada do que a do IPCA (3,9%). O Gráfico 9 ilustra como a forte alta do IPA-DI se distribui em termos dos estágios de processamento. Nota-se que, em doze meses, em média, os preços das matérias primas brutas experimentaram elevação de 64,1%. Igualmente relevante é observar que pressões iniciadas no segmento de matérias primas têm chegado às fases mais adiantadas do processo produtivo. No mesmo período, os preços de bens intermediários subiram em média 16,8%, enquanto os de bens finais (última etapa antes de chegar aos preços para os consumidores) cresceram 16,1%.

A Tabela 1 resume o comportamento recente dos preços ao nível dos consumidores, decomposto pelos segmentos mais relevantes. A tabela mostra variações em doze meses e no conceito de média móvel trimestral, anualizada. Os números falam por si mesmos. Não estamos diante de um choque trivial. As pressões são fortes.

Tabela 2: Inflação (MM3M, Anualizada e em 12 Meses)*

MM3 Anualizada, dados dessazonalizados (%)							
	IPCA	méd. 5 núcleos	preços livres	alimentação	serviços	bens ind.	preços adm.
jul/20	1,1	1,1	2,1	9,9	-1,4	4,4	1,1
ago/20	1,8	1,8	3,4	16,3	-1,7	4,5	10,3
set/20	2,6	2,6	5,7	28,2	-0,8	5,4	6,7
out/20	4,0	4,0	8,8	36,8	2,1	5,4	5,0
12 meses (%)							
	IPCA	méd. 5 núcleos	preços livres	alimentação	serviços	bens ind.	preços adm.
jul/20	2,3	2,1	2,8	9,2	1,5	0,9	0,9
ago/20	2,4	2,0	2,9	11,4	1,0	0,8	1,1
set/20	3,1	2,2	3,8	15,4	1,1	1,3	1,1
out/20	3,9	2,4	4,8	18,4	1,4	2,0	1,5

*5 núcleos = IPCA-DP; IPCA-MS; IPCA-EX0; IPCA-EX3; IPCA-P55. Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Sem dúvida, as forças altistas são mais expressivas no caso dos produtos de alimentação (18,4% em doze meses, e 36,8% na MM3 anualizada). O principal aspecto favorável revelado pelos dados tem a ver com o fato de que as pressões altistas não atingiram o setor de serviços (1,4% e 2,1%, pelos mesmos critérios), cujo peso no índice é de 36,6%.

Na medida em que fosse possível nos abstrairmos dos problemas fiscais do país, a despeito da dimensão não trivial do choque, talvez pudéssemos ficar tranquilos quanto à natureza possivelmente transitória do choque.

Dentre os fatores que têm feito os preços subirem acima do esperado, temos a forte depreciação do real em tempos recentes (43,2% no ano, até o final de outubro) e a alta acentuada das cotações internacionais de bom número de produtos primários (e certos bens intermediários), alguns dos quais importados liquidamente pelo Brasil, outros por nós exportados. Em ambos esses casos, o impacto sobre os preços domésticos é imediato (exacerbado pelo efeito do câmbio), devendo-se notar que, no caso dos bens de exportação, o quadro envolve desvio de vendas para o exterior, sobrando um menor volume de mercadorias para o mercado interno.

Fatores explicativos adicionais incluem o fato de o programa governamental de transferência de renda (auxílio emergencial) ter mais do que reposto a renda perdida de larga parcela dos mais atingidos pela crise, produzindo ampliação do consumo. Pressão de demanda, portanto. Além disso, parece clara uma certa substituição no consumo das famílias, no sentido de menos serviços e mais bens finais.

Dados de compras com cartão de débito e de crédito, fornecidos pela Cielo, mostram que, comparativamente a período equivalente em fevereiro, gastos semanais com serviços em outubro situam-se 31,4% abaixo. Gastos com bens duráveis, porém, estão 2,2% acima e gastos com bens não duráveis 4,2% acima. O fato de que, nesse intervalo de tempo, a renda encolheu sugere que se trata realmente de um efeito substituição.

De modo geral, pode-se dizer que, sob condições de normalidade, os mencionados fatores explicativos do choque inflacionário não revelam características de permanência, no sentido de produzirem aumentos expressivos contínuos e generalizados de preços. O grande problema é que, dada a dimensão do choque, claramente perceptível por largos segmentos da população, não é difícil imaginar uma situação em que, via câmbio e expectativas de inflação, o choque de inflação contamine outros segmentos, serviços principalmente, causando alta mais disseminada e permanente de preços. Nesse sentido, a grande ameaça é a inércia do Executivo, sua demora para agir, em conjunto com o Congresso, no sentido de logo promover os ajustes fiscais de que o país necessita.

Há quem pense que a simples manutenção do teto de gastos resolve o nosso problema fiscal. Isso não é verdade. É preciso fazer mais do que isso. Apenas preservar o *status quo* não serve, pois tal caminho não elimina as dúvidas dos agentes econômicos acerca do futuro das contas públicas. Os prêmios de risco não desaparecem e as condições financeiras continuam apertadas, dificultando a retomada da economia e do emprego.

Nossos governantes precisam dar sinais fortes de que aceitam a ideia de que o único caminho viável para a retomada envolve agir com firmeza, e em várias frentes, no sentido de reduzir o ritmo de crescimento das despesas obrigatórias. Reformas, portanto, capazes de preservar o teto e, ao mesmo tempo, abrir espaço para medidas urgentes, nas áreas sociais e de saúde. Na medida em que esse não seja o caminho a ser seguido, o risco de os efeitos do atual choque inflacionário se disseminarem pela sociedade será elevado. O BC acabaria tendo de elevar a taxa Selic, movimento que seria necessário, de um lado, para impedir a volta da inflação, mas

simplesmente desastroso sob o prisma das expectativas e da retomada da economia e do emprego.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Riscos fiscais se concretizam e dificultam execução orçamentária sob o teto de gastos em 2021

Desde sua apresentação em agosto, o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) para 2021 tem sido considerado sob ressalvas, dado seu afastamento da realidade pós-pandemia e as consequente dúvidas sobre sua praticabilidade. Sem previsão de despesas adicionais para continuidade do combate à pandemia em 2021, o orçamento proposto se revela incompatível com a indiscutível demanda social e sanitária por tais gastos após 31 de dezembro. Considerando o cumprimento do teto sem qualquer folga, a peça orçamentária já trazia um volume extremamente reduzido para as despesas discricionárias, deixando um alerta em relação ao funcionamento de funções básicas do Estado.

Além dessas questões, já se alertava à época para outros riscos fiscais, que fugiam ao controle do Executivo e poderiam gerar despesas não previstas na proposta orçamentária. A possibilidade da derrubada do veto à desoneração da folha e do aumento das projeções do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em relação ao que era esperado na PLOA figurava no radar de preocupações, indicando que ajustes não marginais poderiam se tornar necessários a tempo da votação da proposta. Ambos os riscos, que apontavam para um espaço menor para as despesas sujeitas ao teto de gastos da Emenda Constitucional 95/2016, acabaram por se concretizar, complicando dentro de poucos meses a já delicada situação fiscal.

Na transformação em lei² da Medida Provisória 936/2020, o Congresso Nacional aprovou que o texto a ser enviado ao presidente incluiria a prorrogação da desoneração da folha de pagamentos de 17 setores, a qual até então tinha previsão de encerramento em 2020. Porém, na promulgação oficial da lei, houve veto presidencial às partes que tratavam dessa prorrogação. A proposta orçamentária tomou como base essa não extensão da desoneração, não incluindo, assim, previsão para tal despesa. O veto presidencial, contudo, foi posteriormente derrubado, após votações na Câmara e no Senado.³ De acordo com o desenho do programa de desoneração, instituído originalmente em 2011, cabe ao governo compensar o fundo do Regime Geral de Previdência Social pela parcela desonerada. A derrubada do veto implica, portanto, despesa adicional para o governo federal, inclusa nos limites do teto. Para

² Lei 14.020/2020. Ver: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/L14020.htm

³ Ver: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/11/04/derrubado-o-veto-a-prorrogacao-da-desoneracao-da-folha-para-17-setores>

2021, o governo estima que a derrubada do veto represente aumento de despesas na ordem de R\$ 4,9 bi.⁴

Paralelamente, outra fonte de pressão das despesas primárias do governo federal está no aumento das projeções do índice de inflação INPC de 2020, ao qual diversas despesas são indexadas direta ou indiretamente (isto é, através do salário mínimo).⁵ É o caso de benefícios previdenciários, assistenciais, abono salarial e seguro-desemprego, que juntos totalizam 55,8% das despesas sujeitas ao teto.⁶ Se, em setembro, algum aumento do INPC em relação ao projetado na PLOA já era preocupante, as pressões inflacionárias se expandiram ainda mais desde então, especialmente sobre alimentação domiciliar. Por conta disso, enquanto na proposta orçamentária esperava-se INPC anual de 2,1%, a estimativa atual do Ibre/FGV já aponta para INPC em 4,2%.⁷ Caso essa estimativa se concretize, e levando em conta dados oficiais de elasticidade do orçamento ao INPC,⁸ estima-se uma despesa incremental total de R\$ 15,9 bi, somando os impactos sobre as despesas indexadas ao INPC citadas anteriormente.

Enquanto o reajuste desses valores indexados é feito pelo INPC, o reajuste do teto de gastos se dá com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Além disso, o período de referência também é diferente, uma vez que o INPC levado em conta para o reajuste de despesas é o acumulado no ano (de janeiro a dezembro), enquanto o IPCA de reajuste do teto é o acumulado em 12 meses em junho (de julho até junho). A diferença nos índices utilizados torna ainda mais problemática a administração do orçamento. Em especial, quando há grande pressão inflacionária no segundo semestre, como ocorre este ano.

Para o orçamento de 2021, essa diferença de periodicidade tem impacto significativo. A diferença entre o IPCA acumulado em 12 meses até junho de 2020 e o IPCA de janeiro a dezembro (mesmo índice, períodos distintos) é a maior desde que foi estabelecida a forma atual de reajuste do teto. Isso posto, a diferença causada só pelo índice utilizado ser diferente (nesse exemplo, INPC anual menos IPCA anual) também está longe de ser desprezível. Para o IPCA e INPC anuais de 2020, leva-se em consideração projeção do Ibre/FGV (ver Tabela 3).

⁴ Valor obtido por veículos da imprensa a partir de consulta oficial ao governo (<https://bit.ly/35ntD7g> e <https://glo.bo/38GH58n>) e ratificado pelo líder do governo no Senado: <https://www12.senado.leg.br/noticias/audios/2020/11/governistas-nao-descartam-recorrer-ao-stf-contraderrubada-de-veto-da-desoneracao>

⁵ Para se calcular o salário mínimo de 2021, a regra vigente prevê correção pela variação do INPC e arredondamento para o número inteiro logo acima, em caso de valores fracionários.

⁶ Utilizando a PLOA 2021 como referência.

⁷ Números de 13 de Novembro.

⁸ Crescimento do volume de despesas com aumento em 0,1 p.p. do INPC, disponível do anexo V, de Riscos Fiscais, do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2021 (PLDO).

Tabela 3: Decomposição da Diferença entre o Reajuste Anual de Despesas Vinculadas ao INPC e do Reajuste dos Limites do Teto de Gastos*

Reajuste do Orçamento de:	Inflação do teto IPCA Ac. 12m de julho do ano retrasado a junho do ano anterior	Efeito do Período	
		Analísado Diferença entre IPCA de janeiro a dezembro do ano anterior e a inflação do teto	Efeito do índice Diferença entre INPC e IPCA no ano anterior
Orçamento de 2018	3,0	-0,1	-0,9
Orçamento de 2019	4,4	-0,6	-0,3
Orçamento de 2020	3,4	0,9	0,2
Orçamento de 2021	2,1	1,6	0,5

* Valores em vermelho vêm de projeções do Ibre/FGV em 13/11. Exercício de 2017 não incluído por não ter regra de reajuste do teto de gastos igual aos seguintes. Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Acrescentando o efeito do aumento da projeção de INPC e da derrubada do veto à projeção da PLOA, as despesas sujeitas ao teto ultrapassam o limite em R\$ 20,8 bi (vide Tabela 4). Nota-se que essa diferença ainda pode aumentar, uma vez que o cenário para 2021 guarda incertezas em relação à duração da pandemia e seus impactos sobre a recuperação econômica, podendo afetar, por exemplo, os gastos com programas de transferência de renda, como o Bolsa-Família, e as despesas com saúde de forma geral. Além disso, eventuais despesas em 2021 com um novo programa de transferência de renda ou com aportes a fundos garantidores de crédito poderiam também gerar acréscimos ao volume de gastos sujeito ao teto.

Em 2021, para que as despesas sujeitas ao teto dos gastos sejam mantidas abaixo do limite estabelecido pela EC 95/16, com a concretização dos riscos fiscais mapeados ainda quando da divulgação da PLOA, torna-se ainda mais premente o corte de despesas obrigatórias, dado o já bastante limitado nível de despesas discricionárias. A médio prazo, no entanto, as dificuldades crescentes para manter as despesas abaixo do teto tornam cada vez menos provável um cenário em que as despesas não ultrapassem o limite da EC 95/16 até o ano de sua revisão previsto em lei, 2026. A instituição do Novo Regime Fiscal, em 2016, previa que a ultrapassagem desse limite não seria proibida, implicando apenas no acionamento de gatilhos de contenção de despesas. Além de questionamentos sobre tais gatilhos serem insuficientes para o retorno ao limite do teto, diversas indefinições na interpretação do texto da lei deixam dúvidas que não devem tardar a movimentar o debate mais uma vez.

Tabela 4: Diferença entre o Teto de Gastos para 2021 e as Despesas a este Sujeitas

Rubrica (R\$ bi)	Orçado na PLOA 2021	PLOA 2021 + aumento de projeção de INPC e derrubada veto Des. da Folha	Varição (R\$ bi)
A. Teto	1.485,9	1.485,9	0,0
B. Total das Despesas Sujeitas ao Teto	1.485,9	1.506,7	20,8
Benefícios Previdenciários	704,4	718,1	13,7
Abono e Seguro Desemprego	58,9	59,9	0,9
Benefícios de Prestação Continuada da	66,1	67,4	1,3
Compensação ao RGPS pela Desoneração	3,7	8,6	4,9
Demais	652,8	652,8	0,0
C. Diferença [A - B]	0,0	-20,8	-20,8

Fonte: Projeções internas para inflação, PLOA 2021, PLDO 2021 e Senado Notícias. Elaboração: IBRE/FGV.

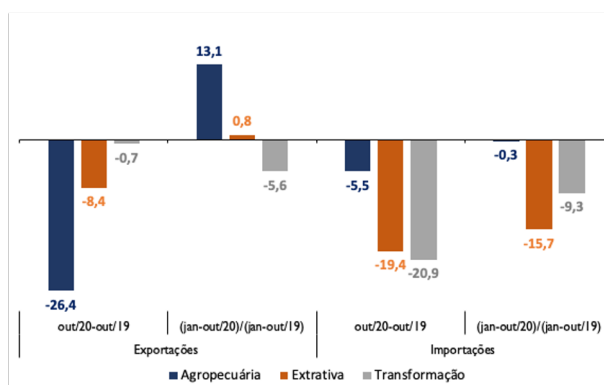
Juliana Damasceno e Matheus Rosa Ribeiro

7. Setor Externo

Aumento das exportações para a Argentina: sinal positivo para a indústria de transformação?

No mês de outubro, o superávit da balança comercial foi de US\$ 5,5 bilhões, o que levou a um saldo positivo de US\$ 47,4 bilhões no acumulado dos dez primeiros meses do ano. O comportamento dos dados agregados das exportações e importações repetiu o que vem ocorrendo ao longo do ano. Tanto em valor quanto em volume, a queda mais acentuada nas importações do que nas exportações explica o aumento do superávit em 2020 em relação a 2019. Em volume, as importações recuaram 20,4% e as exportações 7,1%, na comparação interanual do mês de outubro.

O desempenho dos fluxos de comércio por setor de atividade mostra algumas novidades, tal como alguns sinais de melhora nas exportações da indústria de transformação. O setor de agropecuária lidera o volume exportado até outubro (Gráfico 10), um aumento de 13,1% em relação a 2019. A indústria extrativa registra uma variação quase nula (+0,8%) e a indústria de transformação

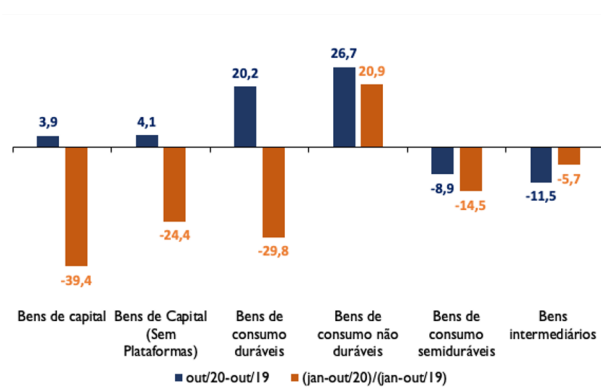
Gráfico 10: Variação (%) Mensal e Acumulada no Volume das Exportações e Importações por Tipo de Indústria


Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

teve queda de 5,6%. Na comparação interanual de outubro esse quadro muda; quedas da agropecuária (-26,4%), extrativa (-8,4%), e transformação (-0,7%). A queda na agropecuária era esperada com o término dos embarques de soja. O que explica, porém, o resultado na indústria de transformação?

A análise desagregada das exportações na indústria de transformação por categoria de uso (Gráfico 11) mostra variação positiva de bens de capital (+4,1%, sem as plataformas de petróleo), bens de consumo duráveis (+20,2%) e bens de consumo não duráveis (26,7%). Observa-se que o principal produto exportado no mês de outubro pela indústria de transformação foi acucar e melaços (11,5%) que, junto com outras *commodities* desse setor, explicou 37% das exportações. Destaca-se, porém, que outros produtos com alto valor adicionado, como aviões, veículos, peças do setor automotivo e instalações de

Gráfico 11: Variação (%) nos Volumes Exportados das Categorias de Uso da Indústria de Transformação



Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

equipamentos de engenharia constaram na lista dos 20 principais produtos exportados em outubro, o que explica as variações positivas para bens de capital e bens duráveis de consumo. Chama atenção o setor automotivo, que foi apontado, por diversos analistas, como um dos principais fatores para o desempenho desfavorável das exportações da indústria de transformação desde 2019. Será que a desvalorização cambial explica esse resultado?

Em termos reais, a taxa de câmbio efetiva se desvalorizou 32% entre janeiro e outubro de 2020. Há uma defasagem na resposta dos setores à variação cambial, em especial quando se observa muita volatilidade. Em adição, o recuo no nível de atividade da economia mundial dominou as decisões de compras em todos os setores. Esses dois fatores explicariam o recuo das exportações da indústria de transformação ao longo do ano. O que mudou?

O aumento nas vendas de bens duráveis (setor automotivo) foi explicado principalmente pelo mercado argentino. Observa-se (Gráfico 12) que as exportações para o parceiro aumentaram 20,9% em volume entre os meses de outubro de 2019 e 2020. E, nessa mesma base de comparação, as exportações de duráveis para a Argentina cresceram 40,8%.⁹ Ressalta-se, no entanto, que a base de comparação é baixa. Em relação a outubro de 2018, as exportações de bens duráveis recuaram 32%. Em adição, lembramos que o acordo automotivo entre os dois países é uma ordenação de mercados que obedece às estratégias das multinacionais. Entretanto, é um sinal positivo para o setor automotivo, após meses seguidos de quedas nas

⁹ Para uma análise detalhada por categorias de uso nos mercados de exportação ver ICOMEX no Portal do IBRE.

vendas para a Argentina. Não se pode afirmar, porém, que essa tendência irá se manter. A recessão argentina continuará em 2021.

O Gráfico 10 mostra também que não há sinais de recuperação das importações. Num momento em que notícias veiculadas pela imprensa informam que setores reclamam da falta de insumos e peças, poderia haver algum aumento das compras externas. Nesse caso a desvalorização cambial não ajuda. As compras de bens intermediários continuam em queda para a indústria de transformação: -11,5%, entre os meses de outubro de 2019 e 2020; e -5,7% na comparação do acumulado até outubro (dados do ICOMEX). Ao mesmo tempo, mudança de fornecedores estrangeiros por domésticos, impulsionada pelo câmbio favorável à substituição de importações demora tempo para se efetivar. Junta-se a essa última observação o fato de que a pandemia afetou as cadeias produtivas e de logística ao redor do mundo.

Chega-se, portanto, ao final do ano com perspectivas de uma possível melhora para as exportações da indústria de transformação, mas não se espera recuperação dos níveis de vendas pré-pandemia este ano e há incertezas quanto a 2021.

Lia Baker Valls Pereira

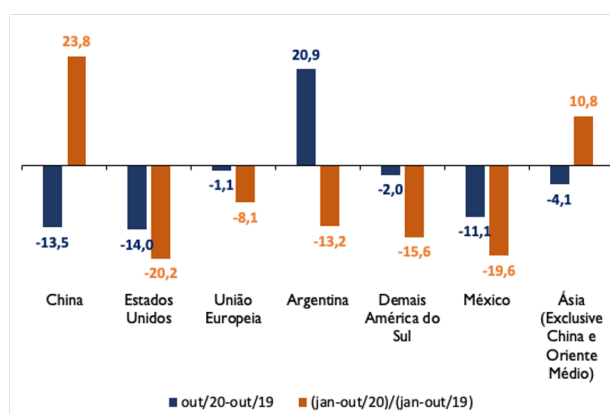
8. Panorama Internacional

Segunda onda e o PIB mundial no 4º trimestre

Como foi explorado em texto na edição anterior deste Boletim, construímos um modelo em *cross-section* que buscou explicar as variações acumuladas do PIB dessazonalizado de 48 países na primeira metade de 2020 a partir de vários condicionantes. Na média simples dessa amostra, a queda acumulada do produto foi de 12% nesse íterim (mediana em -11,3%), com um mínimo de -24,8% (Índia) e um máximo de +0,35% (China).

Foram várias as especificações estimadas, mas todas elas apontam que a magnitude da restrição à mobilidade de pessoas e ao funcionamento de estabelecimentos – uma necessidade para controlar a pandemia e para evitar uma sobrecarga dos sistemas médicos – desempenhou papel bastante relevante na queda do PIB dos países no período.

Gráfico 12: Variação (%) no Volume das Exportações por Mercados de Destino



Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

Com efeito, o *stringency index* calculado diariamente pela universidade de Oxford, combinado a uma *proxy* do que seria a participação do PIB *non-tradable* de cada um dos países (PIB ex agropecuária, manufatura e turismo), teve um impacto de -8 p.p. na variação do PIB considerando a média simples dos 48 países (na especificação preferida, que consegue explicar cerca de 80% da variabilidade do PIB dentre os países, com a China sendo tratada como um *outlier* por meio da introdução de uma *dummy*).

Esse índice de restrição oscila entre zero e 100 por construção e, na média dos 48 países, foi de 44,4 na primeira metade de 2020, com um mínimo de 25,4 (Suécia) e um máximo de 65,4 (China). É verdade que tal indicador corresponde a uma medida de *jure*, denotando apenas o grau de rigor “potencial” das imposições baixadas pelos governos. O grau de aderência a essas regras oscilou bastante entre os países segundo um indicador de *facto* estimado pelo Goldman Sachs (cruzando o indicador de Oxford com os dados de mobilidade diária fornecidos por Google e Apple). Mas esses dados de *facto* estão disponíveis apenas para um subconjunto dos 48 países e, por isso, não foram utilizados na modelagem. Vale notar que a correlação simples entre as medidas de *jure* e de *facto* é da ordem de +84%.

É interessante avaliar, à luz desse modelo, o que aconteceu com o PIB dos países no 3º trimestre – alguns poucos já divulgaram esses números – e o que pode vir a ocorrer neste 4º trimestre, com diversos países voltando a endurecer as medidas de restrição à circulação de pessoas e ao funcionamento de estabelecimentos por conta de uma piora relevante no quadro epidemiológico (“segunda onda”), sobretudo nos países do hemisfério Norte.

Nos EUA, por exemplo, a primeira estimativa para o PIB do 3º trimestre apontou expansão de 7,4%, vindo de quedas de 9,0% no 2º trimestre e de 1,3% no 1º (dados já revisados e sem anualizar). O *stringency index* foi de 17,3 na média de janeiro a março, passando para 72 em abril-junho e recuando para 66,5 em julho-setembro. O modelo estimado sugere que cerca de 3,3 pp da expansão do PIB norte-americano no 3º trimestre seria explicada pela redução da restrição à mobilidade de pessoas e ao funcionamento de empresas. Na média de outubro e primeira metade de novembro, o *stringency index* voltou a recuar nos EUA, para 63,7 (62,5 na última leitura, no dia 08 de novembro), mesmo com piora relevante dos dados epidemiológicos.

No caso da Europa, a reação de vários países neste 4º trimestre tem sido a de apertar consideravelmente as restrições. Na França, por exemplo, o *stringency index*, que foi de 49,5 na média julho-setembro, passou a 78,7 no final de outubro. Na Alemanha também houve aperto, embora mais moderado (de 55,1 na média julho-setembro para 59,3 desde o começo de novembro). Com efeito, utilizando o modelo estimado, parece ser bastante provável que o PIB da zona do euro volte a registrar contração neste 4º trimestre, depois de ter se expandido no 3º trimestre.

Por fim, um estudo publicado na revista *Nature* no começo de novembro (Chang, Pierson, Koh, Gerardin, Redbird, Grusky & Leskovec), que utilizou indicadores de mobilidade de cerca de 98 milhões de pessoas nas 10 maiores áreas metropolitanas dos EUA, apontou que restrições de

capacidade máxima para estabelecimentos “superspreaders” (como restaurantes, academias e hotéis, dentre outros) são mais efetivos na contenção da epidemia do que restrições à circulação de pessoas. Isso talvez mude a forma de atuação dos países nos próximos meses, enquanto as vacinas recém-anunciadas não estejam prontamente disponíveis para aplicação em toda a população.

Bráulio Borges

Cenário do FMI já envelheceu

O FMI divulgou em outubro seu cenário da atividade para 2020 e 2021. O próximo ano está envolto em brumas. Ninguém sabe qual será a evolução da epidemia até termos uma vacina disponível, apesar de que a probabilidade de que a tenhamos em meados de 2021 venha se elevando continuamente. Mas até lá não sabemos como evoluirão as restrições oficiais ou a contenção das pessoas em função do medo da infecção.

O cenário para 2020 parece estar, ao menos para Brasil e EUA, bem pessimista. O Fundo prevê queda de 4,3% para a economia americana e de 5,8% para a nossa economia. O cenário Ibre aponta que a queda será de 5%, ligeiramente pior do que os 4,6% de queda previsto pela pesquisa Focus.

Para a economia norte-americana o acompanhamento do Fed Atlanta sugere que, no 4º trimestre, a economia rode a 1,3% ante o 3º trimestre. Essa taxa de crescimento produz queda de 3,5% no ano. Se considerarmos os números para o 4º trimestre do acompanhamento do Fed NY, 0,62%, o ano fecha com queda de 3,6%.

Os números do FMI batem para o desempenho da China: crescerá no ano 1,9% não muito diferente do cenário das principais casas e um pouco acima dos 1,7% de nosso colega do Ibre Lívio Ribeiro.

Samuel Pessoa

9. Em Foco IBRE: Mercado de Trabalho no Brasil: situação atual e desafios para o futuro

Diante da escalada dos eventos nos últimos meses associados à pandemia do coronavírus, o nível de incerteza em relação ao desempenho da economia brasileira tem se elevado de forma extraordinária e irá gerar grandes distorções no país, em especial no mercado de trabalho. Desse modo, faz-se necessário, mais do que nunca, a análise de pesquisas de alta frequência, de modo a ter estimativas mais precisas do impacto da crise ao longo dos últimos meses.

O IBGE divulga regularmente, a partir dos dados da PNAD Contínua, os principais indicadores de mercado de trabalho, permitindo assim uma análise completa do atual momento do emprego no país. Esses dados divulgados mensalmente, no entanto, se referem sempre ao

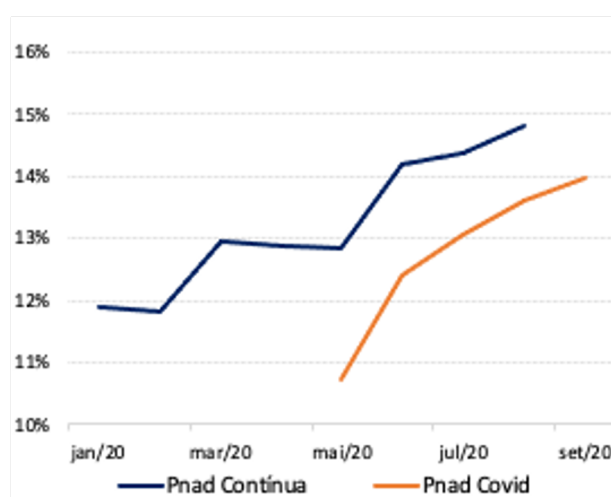
trimestre móvel, de modo que temos, para cada mês, a média de diversas variáveis no mês de referência e nos dois anteriores.

Diante do atual cenário de elevadas distorções causadas pelo avanço da pandemia do coronavírus, as informações de alta frequência são cada vez mais relevantes para que possamos entender os seus desdobramentos na economia brasileira. Em função disso, diversos pesquisadores têm estudado formas de mensalizar os indicadores da PNAD Contínua, de modo a terem informações mais precisas do atual momento do mercado de trabalho brasileiro, eliminando, assim, os efeitos da média móvel e obtendo fatos estilizados para cada um dos meses. Dentre esses trabalhos, podemos citar o artigo proposto por Hecksher (2020a), pesquisador do IPEA, e o trabalho proposto no Box do Relatório de Inflação de junho de 2020, divulgado pelo Banco Central, que, embora usem métodos diferentes, encontram resultados similares.

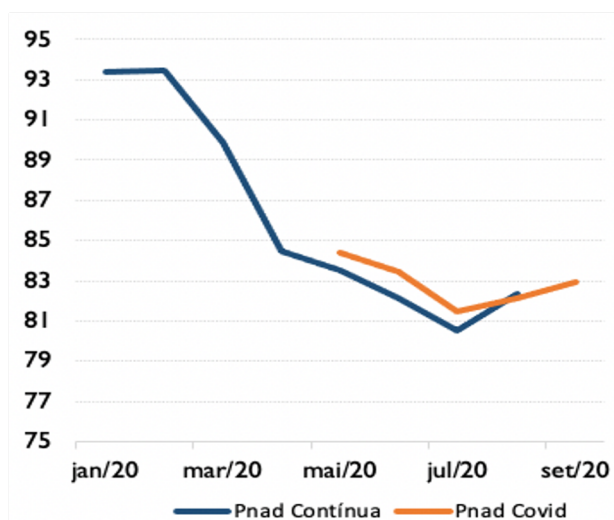
O objetivo deste texto é aplicar a metodologia proposta pelo Banco Central a fim de que possamos traçar um diagnóstico dos principais movimentos do mercado de trabalho no Brasil nos últimos meses. Tal como proposto pelo Banco Central, para mensalizar as informações da PNAD Contínua iremos utilizar um modelo de espaço de estado para mensalização da série de média móvel trimestral. Diante disso, neste texto, analisaremos as informações das séries com e sem ajuste sazonal, junto aos níveis da PNAD Covid-19, como mostrado no Gráfico 13.

O Gráfico 13 mostra níveis razoavelmente deslocados entre as séries mensais da PNAD Contínua e da PNAD Covid-19, que, no entanto, têm tendência semelhante, de modo que podemos afirmar que a segunda tem capacidade de antecipar as variações da primeira. Como podemos ver, a taxa de desocupação mostrou uma tendência de alta entre os meses de maio e agosto em ambas as pesquisas, além de uma nova alta registrada na PNAD Covid-19 em setembro. Como tal indicador é resultado de movimentos na população ocupada e na força de trabalho, essas variáveis são apresentadas nos Gráficos 14 e 15, em ambas as pesquisas.

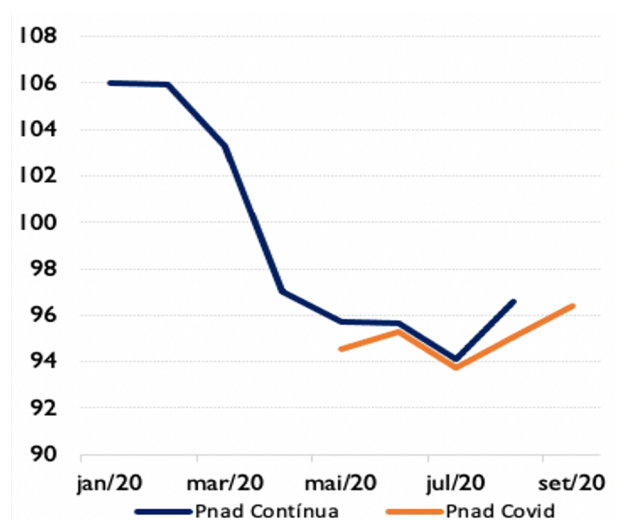
Gráfico 13: Taxa de Desocupação



Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 14: População Ocupada (milhões de pessoas)


Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 15: Força de Trabalho (milhões de pessoas)


Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

Podemos notar que, após o início da pandemia, houve forte retração do emprego no país. Com níveis semelhantes nos primeiros dois meses em 2020, a população ocupada no Brasil apresentou forte queda entre fevereiro e julho, passando de 93 milhões para pouco mais de 80 milhões, respectivamente. Por outro lado, no mesmo período, a força de trabalho, composta por adultos ocupados e procurando ocupação, também caiu fortemente, de quase 106 milhões para 94 milhões. Portanto, enquanto 13 milhões de ocupações foram perdidas, 12 milhões de trabalhadores saíram da força de trabalho – sendo a diferença de cerca de um milhão correspondente ao crescimento do número de desocupados no país.

Por outro lado, entre julho e agosto de 2020, a PNAD Contínua apresentou pequena alta tanto no número de desocupados quanto na força de trabalho, mostrando o início de possível processo de retomada do mercado de trabalho. A PNAD Covid-19, em sua edição mensal, apresenta níveis e tendências muito semelhantes aos da PNAD Contínua, tanto em sua queda quanto na recuperação, que antecede uma nova variação positiva em setembro.

Como os Gráficos 14 e 15 não mostram qualquer ajuste sazonal nas séries, parte das variações ao longo dos meses pode ter se dado por fatores atribuídos a movimentos naturais de todo mês. Já o Gráfico 16 mostra a variação mensal com ajuste sazonal da população ocupada na PNAD Contínua mensalizada, a partir da separação do emprego com base nas seguintes categorias de ocupação: formais (empregados com carteira assinada, no setor público, empregadores e trabalhadores por conta própria com CNPJ) e informais (empregados sem

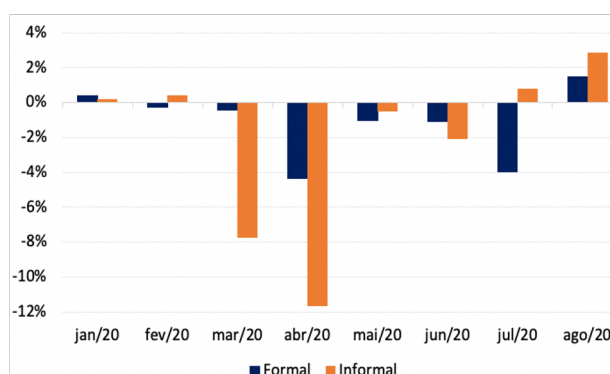
carteira assinada, trabalhadores por conta própria sem CNPJ e trabalhadores auxiliares familiares).

Como se vê no Gráfico 16, variações negativas no emprego se concentraram principalmente no setor informal entre março e junho – ainda que os postos também tenham caído no setor formal, porém com menos intensidade. Por outro lado, o emprego no setor informal já mostrou uma pequena recuperação no mês julho de 2020, se repetindo em agosto, quando o emprego formal também passou a crescer em relação ao mês anterior. Estas informações sugerem uma recuperação mais rápida do emprego no setor informal, que foi também o que apresentou maiores quedas durante o pior momento da pandemia.

Também a partir dos dados mensalizados com ajuste sazonal, o Gráfico 17 separa o número de ocupados por posição na ocupação ao longo dos meses. As informações são apresentadas em relação ao seu nível de fevereiro, com base 100, tendo, portanto, visualização semelhante à do trabalho de Hecksher (2020b).

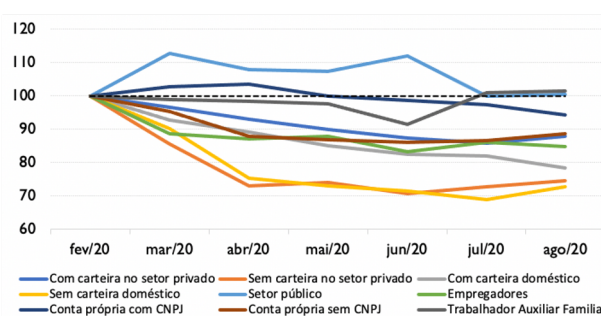
O Gráfico 17 mostra que trabalhadores no setor público e que trabalham por conta própria com CNPJ mostraram pouco resultado negativo após fevereiro – começando, no entanto, a cair a partir de junho. Por outro lado, empregados com carteira assinada e conta própria sem CNPJ mostraram intensas quedas, com o segundo grupo tendo caído mais no início da pandemia, mas com recuperação mais forte, de modo que, em agosto, ambos apresentam um nível equivalente a cerca de 88,5% do de fevereiro. Além disso, empregadores e empregados domésticos com carteira apresentaram

Gráfico 16: Variação Mensal da População Ocupada
(com ajuste sazonal, %)



Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 17: Número Índice das Ocupações em Relação ao Nível de Fev/20



Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

quedas ainda mais intensas, tendo o segundo grupo um nível ainda menor em relação ao de fevereiro (78%), com nenhuma dessas séries apresentando clara recuperação até o último mês. Por fim, trabalhadores sem carteira assinada foram os que mostraram maior queda, com recuperação nos últimos dois meses, mas em um nível ainda 25% abaixo do registrado em fevereiro.

O recuo da demanda por trabalho durante a pandemia, no entanto, não se manifestou apenas por uma redução do número de ocupados. O fator trabalho, em uma função de produção, é composto pelas horas totais trabalhadas, obtida a partir do produto entre a população ocupada e a jornada média. A divulgação mensal da PNAD Contínua, com dados referentes ao trimestre móvel, não apresenta informações de hora trabalhadas. Além disso, a PNAD Covid-19 Mensal iniciou-se em maio, o que impede a comparação de tendências em relação ao período anterior à pandemia. Desse modo, apenas nos microdados da PNAD Contínua trimestral é possível mensurar a queda na demanda de trabalho durante a pandemia. As informações presentes na Tabela 5 mostram estes resultados.

Tabela 5: Horas Efetivamente trabalhadas, PO e Jornada Média Efetiva

2o tri	Horas efetivamente trabalhadas (bilhões mensais)	PO (milhões)	Jornada Média Efetiva (semanal)
2019	14,13	93,34	37,86
2020	10,23	83,35	30,69
Diferença	-27,6 %	-10,7 %	-18,9 %

Fonte: Elaboração dos autores com base na Pnad Contínua. Elaboração: IBRE/FGV.

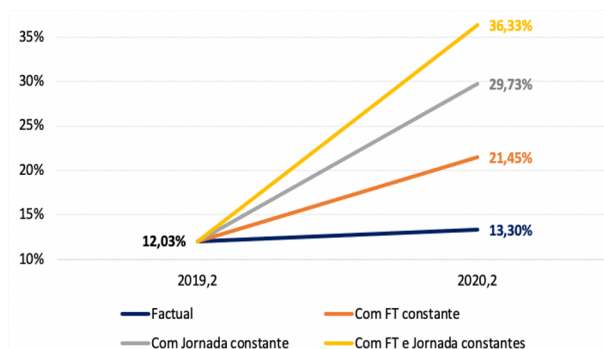
Como podemos ver, o número de horas trabalhadas no segundo trimestre em 2020 era 27,6% menor do que o do mesmo período em 2019. A queda da população ocupada, de 10,7%, foi, portanto, responsável por apenas 1/3 da redução total do fator trabalho na economia, enquanto os outros 2/3 foram resultado da jornada média, que recuou cerca de 18,9% no segundo trimestre de 2020, quando comparado com o mesmo trimestre do ano anterior.

Como se nota, tanto a redução da jornada média quanto a queda da força de trabalho tiveram papel de atenuar a alta da taxa de desocupação, indicador mais utilizado ao analisar as tendências do mercado de trabalho, frente ao grande encolhimento da demanda por trabalho na economia. O Gráfico 18 simula qual teria sido o nível do desemprego caso cada fator e ambos em conjunto tivessem permanecido constantes em relação à 2019.

Os resultados indicam que, enquanto a taxa de desocupação cresceu de 12,03% para 13,3% entre o segundo trimestre de 2019 e 2020, ela poderia ter chegado a mais de 36%, ou seja, mais de 1/3 da força de trabalho, caso a força de trabalho e a jornada média não tivessem tido mudanças, com uma queda das horas trabalhadas registradas no período de -27,6%. Também é mostrado que o desemprego teria sido maior com uma manutenção da jornada média em relação à força de trabalho, indicando a maior importância da redução dessa primeira para a atenuação do aumento da taxa de desocupação.

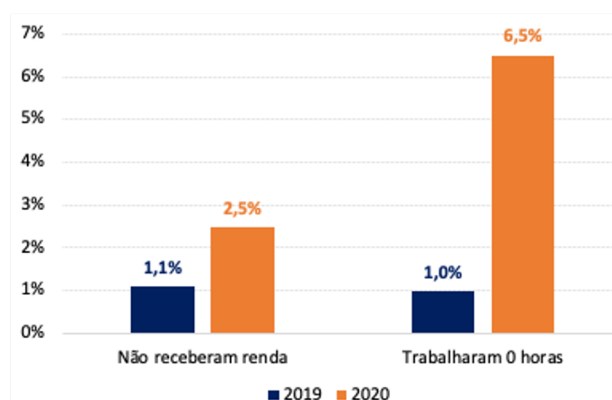
O Gráfico 19, por sua vez, mostra que, no segundo trimestre de 2020, grande parte da queda da jornada de trabalho média, quanto da própria renda, em relação ao ano anterior, adveio de um grande aumento do número de trabalhadores afastados, que trabalharam zero hora, cujo crescimento, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, passou de 1%, no segundo trimestre de 2019, para cerca de 6,5% no segundo trimestre de 2020. A alta do número de trabalhadores que não receberam rendimentos, que passou de 1% no segundo trimestre de 2019 para cerca de 2,5% no segundo trimestre de 2020, foi atenuada por

Gráfico 18: Taxa de Desemprego por Cenário



Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 19: Trabalhadores que Não Receberam Renda ou Não Trabalharam

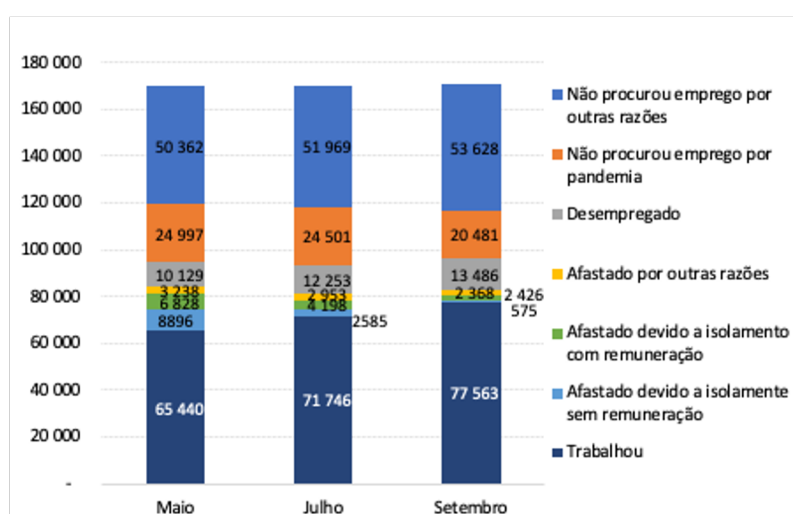


Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

ganhos informais, além de benefícios do Governo Federal, tal como o Programa de Proteção à Renda e Emprego (BEm).

A PNAD Covid-19, por sua própria estrutura, apresenta dados mais detalhados de afastamento. O Gráfico 20 mostra a população em idade de trabalhar por status no mercado de trabalho, incluindo afastamento devido ou não à pandemia, com e sem remuneração.

Gráfico 20: PIA por Status no Mercado de Trabalho

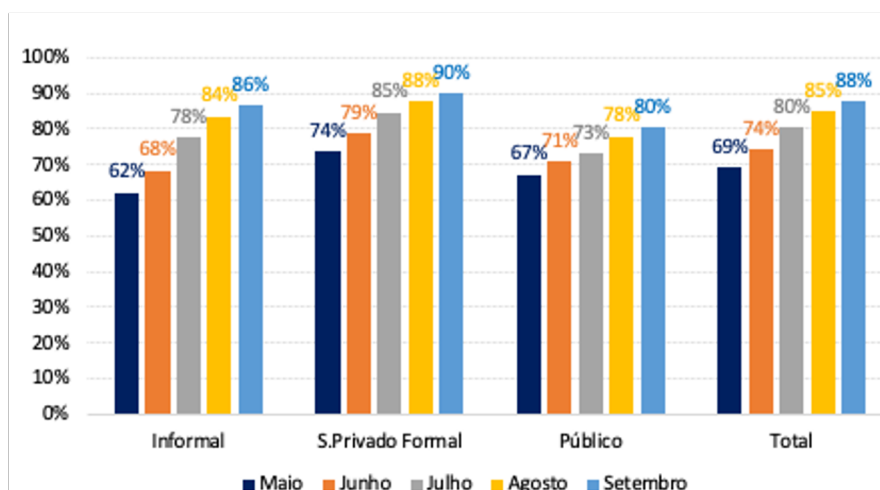


Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid.
Elaboração: IBRE/FGV.

Como pode ser observado no Gráfico 20, em maio de 2020, mais de 15 milhões de trabalhadores estavam ocupados, mas afastados de seu trabalho devido à pandemia, dos quais mais de 6,8 milhões com remuneração e quase 8,9 milhões sem. Por outro lado, em julho, tais números eram de, respectivamente, 4,2 e 2,6 milhões, enquanto em setembro eram de 2,4 milhões (em grande parte correspondentes aos que ainda ganhavam benefícios referentes ao BEm) e apenas 575 mil, mostrando sustentada queda dos trabalhadores afastados, principalmente sem remuneração.

Com a redução do afastamento, a PNAD Covid-19 mostrou expressiva recuperação das horas efetivamente trabalhadas em relação ao nível habitual anterior à pandemia. Enquanto em maio, em média, os trabalhadores tiveram uma jornada média mais de 30% abaixo da habitual – chegando a 38% para informais – em setembro tal diferença chegou a 12% (14% para informais).

Gráfico 21: Horas Trabalhadas Efetivas em % das Horas Trabalhadas Habituais

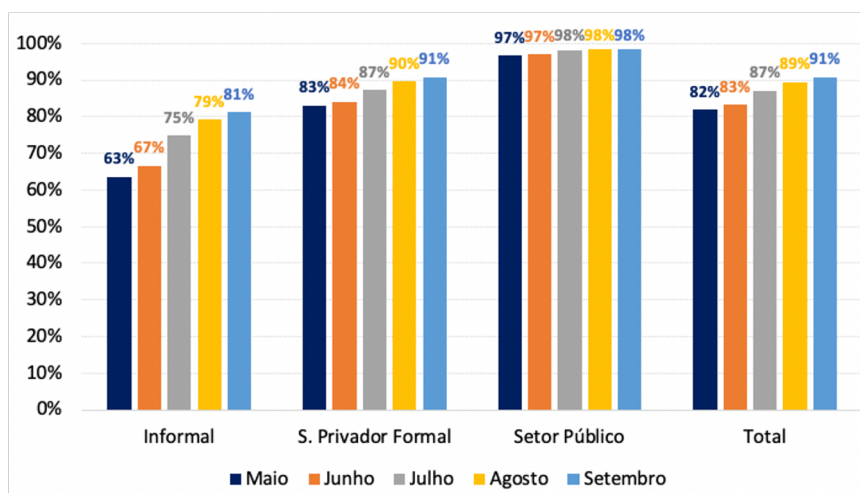


Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid.
Elaboração: IBRE/FGV.

Como seria de se esperar, a renda do trabalho também voltou a se elevar a partir de junho, com maiores variações no setor informal, saindo de 63% da renda habitual em maio para cerca de 81% em setembro. Os dados também sugerem que o rendimento no setor público foi pouco afetado durante a pandemia. Em relação ao agregado do emprego, a proporção entre o rendimento efetivo e habitual foi de 82% em maio para 91% em setembro, confirmando o cenário de retomada da renda (Gráfico 22).

O Gráfico 23, por fim, mostra a trajetória da renda efetiva média de todos os trabalhadores combinando a PNAD Contínua mensalizada com a PNAD Covid-19, tal como nos Gráficos 13 a 15. Os primeiros meses do ano, referentes à primeira pesquisa apenas, mostram queda expressiva de tal indicador, de mais de R\$ 2500 mensais para menos de R\$ 2300 mensais em maio – com a queda explicada principalmente pelas horas trabalhadas, como mostrado na seção Em Foco do Boletim de setembro. Além disso, ambas pesquisas mostram alta desse indicador nos meses seguintes.

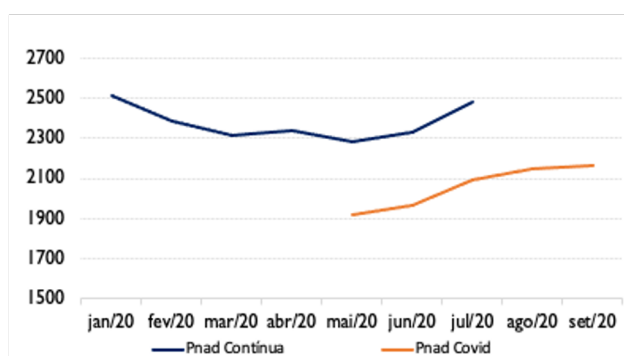
Gráfico 22: Renda do Trabalho Efetiva em % da Renda do Trabalho Habitual



Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid.
Elaboração: IBRE/FGV.

Essa seção mostrou que o mercado de trabalho, após grande queda de horas trabalhadas e renda média, ensaia uma recuperação nos últimos meses. O número de ocupados informais, que teve a redução mais intensa, começou a apresentar crescimento positivo, na margem, já no mês de julho, e teve nova alta ainda maior em relação aos formais, que apresentaram variação positiva no último registro. No entanto, o nível de ocupados de alguns segmentos ainda se mostra mais de 25% abaixo do nível observado em fevereiro na série com ajuste sazonal, evidenciando, assim, o desafio da recuperação do mercado de trabalho para os próximos meses.

Gráfico 23: Renda Efetiva do Trabalho



Fonte: Elaboração dos autores com dados da PNAD Contínua mensalizada e da PNAD Covid. Elaboração: IBRE/FGV.

Referência

Heckscher, Marcos. Valor Impreciso por Mês Exato: Microdados e Indicadores Mensais Baseados na PNAD Contínua. Nota Técnica 62. IPEA. 2020.

Relatório de Inflação. Estimativa para dados “mensalizados” da PNAD Contínua. Volume 22, nº 2. Banco Central do Brasil. 2020.

Daniel Duque, Tiago Martins e Paulo Peruchetti

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 23 de novembro 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.