

A decorative graphic consisting of a thick vertical purple line on the left, a thin horizontal purple line intersecting it, and a thin horizontal purple line extending to the right.

## BOLETIM MACRO

Dezembro de 2020



## Ano novo, velhos desafios

Na análise de conjuntura, a virada de ano é sempre uma oportunidade de fazer um balanço do que ocorreu no ano que se encerra e alinhar as expectativas para aquele que começa. Isso é ainda mais verdade para um ano tão atípico como foi este.

Talvez nada retrate tão bem essa atipicidade como tentar recordar o que esperávamos para 2020 no seu começo. Difícil até de lembrar, como é difícil também acreditar que tenhamos custado tanto a perceber a dramaticidade do ônus humano e econômico que a pandemia traria. O choque e o tamanho da retração econômica que tiveram lugar quando isso finalmente ocorreu serão, todavia, difíceis de esquecer.

Após um primeiro semestre devastador, quando a pandemia levou ao fechamento dos negócios, à brutal redução da mobilidade e a uma grande saída de capitais, que já começara no final de 2019, o cenário mudou ao longo do segundo semestre, com destaque para a forte alta do PIB no terceiro trimestre. O ano promete terminar ainda sem recuperarmos o patamar de atividade do final de 2019, mas menos abaixo dele do que se temia em meados de 2020.

Do ponto de vista das perspectivas, o ano termina bem melhor. Dois fatos importantes ocorridos em novembro – as eleições nos EUA e o descobrimento de vacinas contra a Covid-19 – impactaram positivamente o humor dos investidores nos últimos meses de 2020. Assim, terminamos o ano com um forte aumento do apetite pelo risco, com a valorização dos ativos de países emergentes, como bem retratado pelo enfraquecimento do dólar em relação às suas moedas.

A eleição americana, dada a forte polarização política nos EUA, foi uma fonte de incerteza ao longo deste ano. Ainda que essa não vá desaparecer integralmente até terminarem as eleições para o Senado no estado da Geórgia, hoje o cenário político para o país já é mais claro. Se confirmado o cenário de um governo dividido, com os republicanos controlando o Senado, isso deve resultar em estímulos monetários maiores e por mais tempo.

Em relação à Covid-19, apesar da elevada incerteza no curto prazo, devido à intensificação da pandemia e à necessidade de medidas mais restritivas em vários países, o início das campanhas de vacinação emergenciais traz uma perspectiva favorável para a economia mundial nos próximos trimestres.

A vacinação já se iniciou no Reino Unido e nos EUA e é provável que comece na Europa nas próximas semanas. Também há perspectiva de anúncios de outras vacinas, com distribuição mais ampla nos mercados emergentes e no mundo em geral. Tudo indica que 2021 verá uma forte redução da pandemia e, conseqüentemente, dos seus impactos negativos sobre a vida e a atividade.

À medida que a população se vacine, deve ocorrer a normalização da economia, com destaque para o setor serviços, cuja perspectiva volta a ser positiva no médio prazo, consolidando a plena recuperação da atividade global e trazendo claros benefícios para o mercado de trabalho.

No entanto, apesar de a perspectiva de retomada ser evidente, há ainda uma enorme incerteza sobre sua velocidade ao longo do primeiro semestre. Assim, a primeira e a segunda metades do ano podem ter características bem distintas no que concerne à atividade econômica, em que pese os mercados financeiros já estarem focando quase que exclusivamente no quadro mais favorável do segundo semestre.

As vacinas, com as perspectivas positivas que abrem para a retomada da economia mundial, e a redução de riscos quanto à política econômica dos EUA e à manutenção da política monetária expansionista do Fed contribuíram para o aumento do apetite pelo risco e uma significativa rotação de portfólios. Dessa forma, o dólar foi enfraquecido e provocou-se grande fluxo de investimentos para os países emergentes, que se intensificou em novembro e promete continuar ao longo do próximo ano.

O grande destaque até aqui é a expressiva aceleração da economia chinesa, que é vista como um exemplo do que pode vir à frente para os demais países. De fato, a atividade econômica chinesa acelerou no quarto trimestre, como mostraram os indicadores de novembro. O comportamento da economia chinesa tem contribuído para um *decoupling* da Ásia no curto prazo, especialmente enquanto os EUA e a Europa ainda sofrem as consequências da intensificação da pandemia.

Esse cenário tem beneficiado os países da América Latina, o Brasil incluído, pois a valorização de ativos de risco trouxe um aumento dos preços de *commodities*, devido à expectativa de retomada do crescimento mundial e ao enfraquecimento do dólar. Um bom exemplo é a alta significativa do preço do minério de ferro, que acumula ganho de mais de 70% em 2020

Segundo o Instituto Internacional de Finanças (IIF), em novembro foi registrado um fluxo estrangeiro para os países emergentes de US\$ 76 bilhões. A Ásia emergente tem sido o principal destino desses recursos, mas a América Latina também tem se beneficiado e até o Brasil foi um destaque positivo em novembro, com US\$ 6 bilhões de fluxo no mercado de ações.

Esse quadro de redução de risco, enfraquecimento do dólar, aumento dos preços de *commodities* e retornos dos fluxos estrangeiros resultou em uma forte apreciação do real. Este saiu de R\$/US\$ 5,75 no começo de novembro para R\$/US\$ 5,06, na segunda semana de dezembro. A bolsa também subiu com força e os juros longos caíram. Porém, mesmo com essa expressiva valorização de ativos, ainda temos um longo caminho a percorrer para recuperar as perdas de 2020, pois a nossa moeda se desvalorizou muito mais que a de outros países latino americanos, como Chile, México e Colômbia, e segue bem abaixo do patamar do final de 2019.

Isso mostra, porém, que, sem dúvida, a melhora nas condições financeiras externas foram mais que suficientes para se sobrepor aos riscos domésticos. Mesmo tendo bons fundamentos externos, quando comparados aos nossos pares, a nossa principal fragilidade, que é de natureza fiscal, foi acentuada durante a pandemia e não dá sinais de alívio nesta virada de ano. O risco é que os ventos externos favoráveis reduzam o senso de urgência das reformas que são fundamentais para a manutenção da solvência fiscal.

As nossas contas públicas, que já estavam em uma situação preocupante antes da pandemia, pioraram ainda mais, diante do custo fiscal elevado para combater os efeitos da Covid-19. Nossa dívida pública bruta, que já era bem superior à da média dos emergentes, deve terminar o ano ainda mais distante da de nossos pares, já tendo chegado a 91% do PIB em outubro deste ano, 15 p.p. acima do valor do final de 2019. Ou seja, 2020 deixa uma herança de ainda maior fragilidade fiscal, tornando a trajetória para a dívida nos próximos anos ainda mais incerta e reforçando a urgência das reformas fiscais.

Entretanto, no curto prazo, governo e Congresso adiaram a discussão dessas reformas, a começar pela própria definição do orçamento de 2021, postergada para o ano que vem, para depois da eleição dos presidentes da Câmara e do Senado. Nesse contexto, a questão que se coloca é se, na prática, o teto de gastos será mantido no próximo ano.

Nós acreditamos que sim, apesar de todas as pressões, e que a melhora do cenário externo pode ajudar essa decisão, na medida em que torna menos necessária a manutenção dos estímulos fiscais. Porém, para que o Brasil continue se beneficiando do ambiente externo favorável a médio prazo, é fundamental que o equilíbrio fiscal seja mantido. Para que isso seja possível, será necessária a aprovação de uma agenda de reformas que torne o cumprimento do teto crível ao longo dos próximos anos. O risco de complacência é elevado e pode aumentar com a melhora das condições financeiras domésticas, criando um risco não trivial de uma crise à frente, caso o quadro externo mude e os investidores estrangeiros resolvam outra vez tirar seus recursos do país.

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, relata-se que o resultado do PIB do terceiro trimestre surpreendeu negativamente as expectativas de mercado, mas veio em linha com as projeções do IBRE. Para outubro, os dados apontam que a atividade econômica continua a se recuperar, mas que o ritmo de crescimento desacelerou significativamente na margem nos casos da produção industrial e da atividade dos serviços. Diante desses resultados, nossa projeção para o PIB deste ano foi revista para contração de 4,7%. Para o quarto trimestre, esperamos crescimento de 1,3% na comparação com o terceiro trimestre e queda de 3,6% na comparação interanual. Para 2021, projetamos alta do PIB de 3,6%, em grande medida devida ao elevado carregamento estatístico deste ano para o próximo. Estimamos significativa



desaceleração do crescimento ao longo do primeiro semestre de 2021, por causa do recrudescimento da pandemia no Brasil e do fim das políticas de estímulo implementadas este ano. As incertezas, contudo, permanecem. [\(Seção 1\)](#)

2. Na seção sobre confiança, mostra-se que a confiança de empresários e consumidores caiu pelo terceiro mês consecutivo em dezembro (dados da prévia no caso de dezembro), refletindo desaceleração da atividade, riscos de uma segunda onda de Covid-19 e a perspectiva de extinção de benefícios emergenciais. A indústria, porém, ainda sinaliza resultado positivo para o fechamento do ano. O setor se recuperou muito rapidamente e enfrenta agora problemas típicos de economia aquecida, como as dificuldades para obter insumos. Para os próximos meses, no entanto, já há sinais de desaceleração, em linha com as perspectivas menos favoráveis para o consumo das famílias no primeiro semestre de 2021, sinalizados pela Sondagem do Consumidor. O cenário para 2021 é desafiador. [\(Seção 2\)](#)

3. Na seção sobre mercado de trabalho, discute-se os resultados da PNAD Contínua, que registrou em setembro nova alta da taxa de desocupação, chegando a 14,6%, em linha com o projetado pelo FGV IBRE. Para outubro, espera-se mais uma elevação, para 14,8%. O desemprego aumenta junto com as altas da população ocupada, devido a elevações proporcionalmente maiores da taxa de participação. A jornada média de trabalho, por outro lado, se reaproximou, no terceiro trimestre de 2020, do seu nível pré-pandemia, depois de grande queda no período anterior. A recomposição da média de horas trabalhadas e da população na força de trabalho continuará a pressionar a taxa de desocupação em 2021. Já o Caged voltou a mostrar elevados saldos de empregos com carteira assinada, chegando a 394 mil em outubro. Para novembro, espera-se alta menor, de 245 mil. [\(Seção 3\)](#)

4. Com relação à inflação, a maior parte das projeções para 2021 antecipa inflação abaixo da meta, ainda que existam riscos importantes no ambiente econômico. O início da vacinação contra Covid-19 em vários países deve contribuir para retomada do crescimento econômico mundial, o que, por tabela, deve trazer maior estabilidade e ajudar a valorizar moedas de países emergentes. O cenário poderia ficar ainda mais otimista se houvesse, em paralelo, o encaminhamento de planos para a política fiscal. Isso reduziria a incerteza sobre o futuro da dívida pública, abrindo espaço para novas valorizações da moeda nacional e menor pressão inflacionária. A expectativa é de que a inflação comece a ceder a partir do final do primeiro semestre, encerrando 2021 em 3,6%, abaixo da meta de inflação. [\(Seção 4\)](#)

5. Na seção sobre política monetária, nosso analista mostra que as projeções oficiais do BC deixam claro que o nível atual da taxa Selic é incompatível com o cumprimento da meta de inflação em 2022, ano que logo se tornará o horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, nota que 3,25% já foram definidos como meta formal de inflação para 2023, o que permite supor que para o ano seguinte será estabelecido o objetivo de 3,0% ao ano. Certamente não chegaremos lá com juro real de um ano na faixa de -1,0%, como temos hoje, algo possivelmente inevitável num período de pandemia. A Selic terá de subir. O ritmo do ajuste

possivelmente será ditado pela velocidade e pela intensidade das tão prometidas iniciativas reformistas, e seus efeitos sobre preços de mercado (câmbio, por ex.) e projeções de inflação. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção fiscal, trata-se do desafio para consolidação fiscal em 2021, com a dificuldade para cortes adicionais nas despesas obrigatórias. Sem perspectiva de superávit primário no médio prazo, e com estimativa de R\$ 27 bilhões a contingenciar para manter as despesas abaixo do teto de gastos, esperava-se que reduções adicionais nas despesas obrigatórias auxiliassem no ajuste fiscal e na viabilização do atendimento a demandas no combate aos efeitos da pandemia. Mas há dificuldades para aprovar medidas nessa direção. Isso fica claro na tramitação da PEC Emergencial, que, antes de ser adiada para 2021, caminhou de um objetivo principal de contenção do crescimento das despesas obrigatórias para focar em um ajuste fiscal em 2021 reduzindo incentivos fiscais em 10%. O corte de despesas obrigatórias da PEC Emergencial seria importante também como contrapartida a um novo benefício de caráter emergencial na mitigação de efeitos da Covid-19 em 2021. A alternativa, principalmente no caso de uma segunda onda, passou a ser via créditos extraordinários, não sujeitos ao teto, mas sua viabilidade jurídica não é consensual. Adotando-se ou não essa alternativa, importa implementar reduções adicionais nas despesas obrigatórias, elefante branco a ser enfrentado para que haja reversão não temporária do histórico de rombos primários. De outro modo, seriam comprometidos a credibilidade do ajuste fiscal, o teto e, possivelmente, a retomada pós-pandemia. [\(Seção 6\)](#)

7. A seção do setor externo destaca o aumento da importação de bens de capital e de bens intermediários pela indústria de transformação como sinal de recuperação do setor. A Argentina, assim como em outubro, contribuiu em novembro para o aumento das exportações dos bens duráveis de consumo, beneficiando a indústria de transformação. No entanto, não está garantida uma demanda crescente da Argentina para assegurar as vendas da indústria, devido à revalorização do real e ao fato de o fim da crise da Argentina ainda estar distante. Ressalta-se a importância da China, destino de 33% das exportações brasileiras, cujo PIB se projeta aumentar 8,2% em 2021. O dinamismo das vendas externas do Brasil encontrará, portanto, um cenário favorável em 2021. O mesmo, porém, não pode ser garantido para a indústria de transformação. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, ressalta-se que a euforia tomou conta dos mercados financeiros. Seus participantes estão de olho no futuro, o que, na verdade, é o que sempre fazem. Com a descoberta de vacinas supostamente seguras e eficazes, será apenas uma questão de tempo até a plena recuperação das economias. Tal raciocínio deu margem a movimentos de “rotação”, diminuindo-se a preferência dos investidores pelas chamadas ações de crescimento e aumentando-se a procura por papéis considerados cíclicos. No fundo, muitos investidores sabem dos percalços ainda presentes, e reconhecem que ainda tem chão até ser possível retornarmos a uma situação de “normalidade”. Na prática, porém, tudo se passa como se os

investidores estivessem “olhando através”. É como se os obstáculos até a normalização da vida econômica não estivessem sendo percebidos, ou simplesmente entendidos como de importância menor. Importa apenas a linha de chegada, seria a visão dominante. A realidade, porém, pode ser bem mais complexa do que parece aos olhos de muitos. O caminho até a tão esperada linha de chegada será longo e acidentado. Se em algum momento os percalços da economia real concorrerão para reduzir o entusiasmo dos mercados financeiros é difícil prever.

[\(Seção 8\)](#)

9. No Observatório Político, nosso analista convidado reflete sobre o lugar de São Paulo na ordem política nacional, o que é fundamental para compreendermos o Brasil de ontem, de hoje e de amanhã. Entre a década de 1930 e a redemocratização, o eixo geopolítico da política brasileira excluía a região economicamente mais dinâmica do país, São Paulo. Contudo, a partir da redemocratização em 1985, o estado se firmou como a unidade subnacional politicamente dominante. De forma trágica, a partir de 2014 os feitos logrados pelo Brasil sob a hegemonia política paulista começaram a se perder aceleradamente. São Paulo, hoje, não é mais o estado-líder da política nacional. Por isso, há de se perguntar: será Doria capaz de liderar o centro político contra Bolsonaro em 2022, como se tem especulado recentemente? O governador de São Paulo está tentando reinventar-se, mas conseguirá um dos coveiros do antigo PSDB paulista e um dos grandes patrocinadores da radicalização de 2018 representar as virtudes da moderação e do diálogo? [\(Seção 9\)](#)

10. E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Vinícius Botelho, o tema é o desafio da política social após o fim do Auxílio Emergencial. [\(Seção 10\)](#)

***Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos***

## 1. Atividade Econômica

### Atividade econômica desacelera

O PIB do terceiro trimestre, divulgado no dia 3 de dezembro pelo IBGE, registrou avanço de 7,7% em relação ao segundo trimestre, mas permaneceu 3,9% abaixo do mesmo período do ano passado. O resultado surpreendeu negativamente ante as expectativas de mercado, cuja mediana se situava em torno de 8,7% TsT, mas veio em linha com as projeções do IBRE, divulgadas no Boletim Macro de novembro.

Os destaques positivos da divulgação ficaram com a indústria de transformação e o comércio, que já retomaram o patamar do início do ano. O desempenho dos serviços também foi favorável, mas as categorias mais afetadas pelo distanciamento social permanecem bastante aquém do nível pré-crise, como a outros serviços, serviços da administração pública e transportes. O principal destaque negativo da divulgação ficou com a construção civil, cujo resultado veio abaixo das expectativas. A recuperação mais tímida da construção civil se refletiu no resultado do investimento, que avançou 11% em relação ao segundo trimestre, ligeiramente abaixo de nossa projeção. (Para uma análise mais detalhada dos resultados do PIB do terceiro trimestre, ver <https://blogdoibre.fgv.br/posts/pib-do-3o-tri-e-atualizacao-do-cenario-ibre-desaceleracao-no-radar>)

Os dados de atividade econômica continuaram a exibir recuperação em outubro, mas houve significativa desaceleração do ritmo de crescimento na margem na produção industrial e também na atividade dos serviços. Na indústria, a desaceleração em outubro foi generalizada entre as categorias de uso, com destaque para o fraco desempenho da produção de bens de consumo e de bens intermediários. Já nos serviços, a PMS exibiu desaceleração no ritmo de crescimento dos serviços prestados às famílias, que ainda se encontram 32,3% abaixo do nível de fevereiro, e da categoria de outros serviços.

O Monitor do PIB FGV também indicou desaceleração no ritmo de crescimento da atividade econômica em outubro. O indicador cresceu apenas 0,6% na comparação com setembro, enquanto no mês anterior o avanço foi de 1,6% em relação a agosto. Mesmo com o tímido

**Tabela 1: PIB: Projeções**

Atividades	2020.IV (TST)	2020.IV (AsA)	2020	2021
Consumo das Famílias	1,4%	-5,3%	-6,1%	3,6%
Consumo do Governo	0,3%	-4,8%	-4,9%	4,8%
Investimento	-2,3%	-7,7%	-6,0%	4,1%
Exportação	0,9%	-0,8%	-0,9%	2,9%
Importação	7,1%	-14,5%	-12,9%	5,2%
<b>PIB</b>	<b>1,3%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>3,6%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,7%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>3,1%</b>
Extrativa	-1,9%	-3,4%	2,2%	2,2%
Transformação	0,7%	0,4%	-5,4%	4,5%
Construção Civil	-1,4%	-7,0%	-7,6%	1,0%
Eletricidade e Outros	-3,2%	-0,9%	-1,0%	0,9%
<b>Serviços</b>	<b>1,3%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>3,7%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

avanço no primeiro mês do quarto trimestre, a atividade permanece 2,7% abaixo do nível que prevalecia em outubro do ano passado.

Diante dos resultados do PIB do terceiro trimestre e dos dados setoriais de outubro, nossa projeção para o crescimento do PIB deste ano foi revista para -4,7%. Para o quarto trimestre, esperamos crescimento de 1,3% na comparação com o terceiro trimestre e queda de 3,6% na comparação interanual, como mostra a Tabela 1.

A redução do auxílio emergencial no quarto trimestre, em conjunto com a aceleração da inflação, as incertezas relacionadas ao aumento do número de casos de Covid-19 e à recuperação do mercado de trabalho, já provoca queda do ritmo de crescimento econômico. Esses fatores devem impactar diretamente o consumo de bens no final do ano, o que induziu revisões baixistas em nosso cenário para a indústria e comércio no quarto trimestre.

Por outro lado, o desempenho dos serviços no quarto trimestre deve ser um pouco melhor do que antecipávamos, dado o resultado mais positivo das categorias de outros serviços e serviços da administração pública, que juntas respondem por quase 50% dos serviços no PIB.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 1,4% TsT (-5,3% AsA) no quarto trimestre, e se retrain 6,1% no ano. O crescimento de 3,0% da massa ampliada de rendimentos foi fundamental para impulsionar o consumo de bens. Na ausência das políticas de estímulo implementadas pelo governo, teria havido queda de 6,1% da massa ampliada de rendimentos.

O investimento, por sua vez, deve se retrain em 2,3% TsT (-7,7% AsA) no quarto trimestre. O cenário ruim para o investimento no final do ano está relacionado às perspectivas mais pessimistas para a evolução da construção civil, após a divulgação do resultado do PIB do terceiro trimestre, em conjunto com a desaceleração esperada da produção doméstica de bens de capital.

Para 2021, projetamos crescimento do PIB de 3,6%, diante do alto carregamento estatístico deste ano para o próximo. Estimamos significativa desaceleração do crescimento ao longo do primeiro semestre de 2021, com crescimento médio trimestral em torno de 0%, devido aos indícios de recrudescimento da pandemia no Brasil e a ausência das políticas de estímulo implementadas este ano. As incertezas, contudo, permanecem.

*Silvia Matos e Luana Miranda*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Cenário desafiador para a confiança em 2021

Seguindo a tendência iniciada em outubro, os índices de confiança de empresas e consumidores recuaram em novembro e na prévia de dezembro, divulgada no último dia 14, sinalizando desaceleração no nível de atividade – reflexo da preocupação com os riscos de uma segunda onda de Covid-19 no país e com o fim do período de programas emergenciais.

O Índice de Confiança Empresarial (ICE) caiu 1,5 ponto em novembro e 1,7 ponto na prévia de dezembro. O do Consumidor (ICC) recuou 0,7 ponto e 4,1 pontos, respectivamente, no mesmo período. O recuo da confiança tem sido puxado pela piora das expectativas em relação aos meses seguintes, embora os índices que refletem a situação atual também já estejam em queda. O movimento alcança quase todos os segmentos, mas de forma heterogênea. Em um extremo, o setor de Serviços volta a preocupar, com índices de confiança muito baixos, situação observada também entre os consumidores,

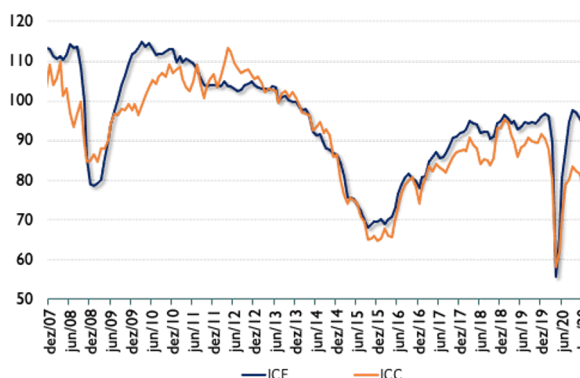
cautelosos em relação aos gastos. A exceção continua sendo a indústria, setor que manteve a tendência ascendente em novembro e que enfrenta problemas típicos de uma economia aquecida: estoques insuficientes, pressão de custos e dificuldade de obtenção de insumos. O setor ainda deve manter resultados positivos ao final do ano, mas já começa a revisar as expectativas para os meses seguintes.

A prévia sinaliza o oitavo aumento seguido da confiança da Indústria de Transformação, que alcançaria assim o maior nível desde maio de 2010 (116,1 pontos). A recuperação surpreendente do setor após o período crítico da pandemia parece derivar de uma combinação de mudança de preferências dos consumidores, que direcionaram para bens parte dos gastos anteriormente destinados a serviços, e pela sustentação da demanda por produtos essenciais, como os alimentícios e farmacêuticos.

A recuperação da demanda associada às mudanças no padrão de consumo e a uma relativa perda de capacidade de resposta em algumas cadeias levou a que muitos segmentos passassem a enfrentar dificuldades para obter matérias-primas. Um quesito adicionado às sondagens de novembro mostra que mais de 50% das empresas da indústria, do comércio e da construção afirmam estar encontrando dificuldade na obtenção de matéria prima para produção e comercialização. O principal motivo para o problema foi a escassez do produto no mercado interno. Entre os segmentos mais afetados estão a indústria de têxteis, vestuário, produtos de plástico, petróleo e biocombustíveis, produtos de metal e veículos automotores.

Entre os insumos que mais ameaçam as cadeias produtiva estão as embalagens, aço, metal ou produtos de metal, papel e papelão e tecidos. Cerca de 30,3% da indústria apontou dificuldade em obter embalagens, insumo cuja demanda aumentou muito com o crescimento do e-

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



\*Dados prévios com informações até dia 11 de dezembro.

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

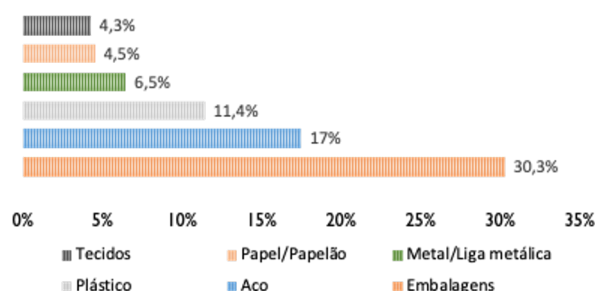


commerce, afetando a indústria e o comércio. Esse percentual chega a 62,5% no segmento farmacêutico e a 51,9% no de alimentos, segmentos que sofreram menos os efeitos da pandemia.

Além das embalagens, o aço foi uma das matérias-primas com impacto em vários setores e segmentos. Na indústria, a dificuldade de obtenção desse insumo afetou a produção de 56% das empresas do segmento de veículos automotores, com reflexos no comércio de veículos e peças. Na construção, o gargalo afetou segmentos importantes, como o de infraestrutura. A falta de matérias-primas limita não apenas a produção de alguns segmentos, mas também gera pressão nos custos e consequentemente nos preços dos produtos finais.

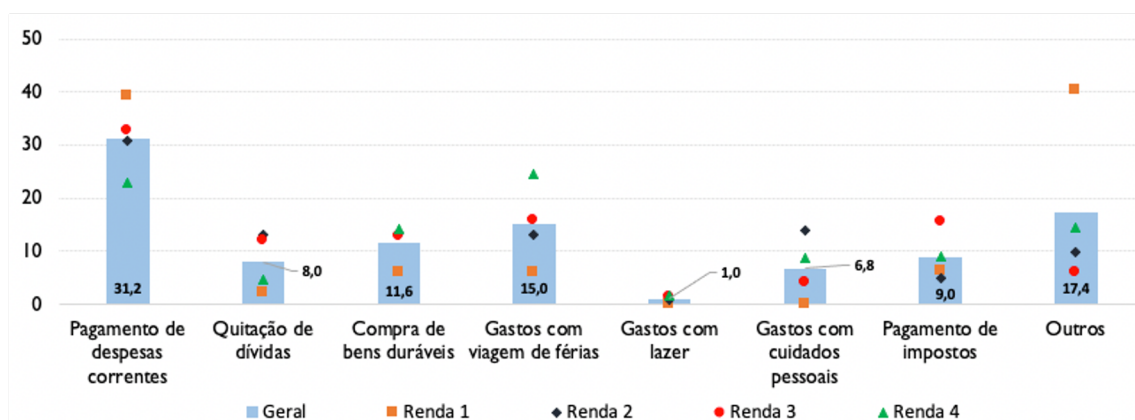
O aumento da incerteza sinalizado pela prévia divulgada em 11 de dezembro indica um cenário ainda desafiador para 2021. Com aumento no número de casos de Covid-19, empresas e consumidores se mantêm bastante receosos em relação aos rumos da economia no primeiro semestre do ano e adiam investimentos, contratações e consumo.

**Gráfico 2: Matérias Primas com Maiores Dificuldades de Obtenção pela Indústria**  
(Em percentual)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 3: Destino dos recursos que estão sendo poupados (em percentual)**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Diante da proximidade do fim dos benefícios emergenciais e do quadro ainda difícil do mercado de trabalho, os consumidores continuam cautelosos, postergando consumo e poupando de forma precaucional. De acordo com quesito adicionado à Sondagem do Consumidor de novembro, 39% dos consumidores vêm poupando como forma de se precaver diante da crise, um percentual que aumenta com o nível da renda familiar. Com um cenário ainda incerto, grande parte (73%) desses consumidores manifestam a intenção de continuar poupando no curto prazo. Entre os que têm a intenção de gastar, 31,3% pretendem pagar despesas correntes, proporção que chega a 39% nas famílias com menor poder aquisitivo, segmento em que a maioria acredita que o recurso será usado nos próximos três meses. Já as famílias com maior poder aquisitivo pretendem usar parte dos recursos poupados para viagem de férias (24,6%). Neste grupo, boa parte dos consumidores projetam utilizar os recursos apenas no segundo semestre.

Com um ano atípico em 2020, marcado por uma pandemia sem precedentes, empresas e consumidores atingiram o fundo do poço. A indústria conseguiu se recuperar e até esbarra em limitações, como a escassez de matérias-primas e aumento de custos, que devem arrefecer nos próximos meses. O setor de serviços se manteve na lanterna, e continua com um cenário desafiador para o primeiro semestre 2021, diante do prolongamento das dificuldades e enquanto a população ainda não estiver inteiramente imunizada contra a Covid-19.

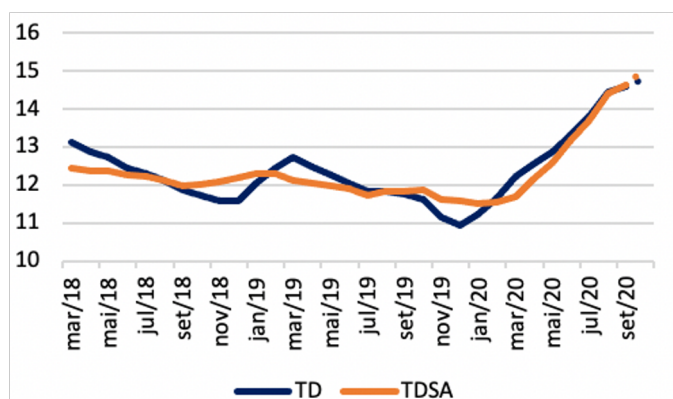
*Aloisio Campelo Jr e Viviane Seda Bittencourt*

### 3. Mercado de Trabalho

#### **Volta da força de trabalho e jornada média influenciarão alta da taxa de desocupação, mesmo com recuperação da população ocupada**

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) divulgou sua edição de setembro, com nova alta da taxa de desocupação. O indicador foi a 14,6%, um aumento de cerca de 0,2 ponto percentual (pp) em relação ao trimestre móvel anterior ( 14,45%, ou 14,4% quando dessazonalizado), e quase 3 pp acima do mesmo período em 2019. A taxa também ficou em linha com o esperado pelo Ibre/FGV. Para outubro, espera-se

**Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2019-20**



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

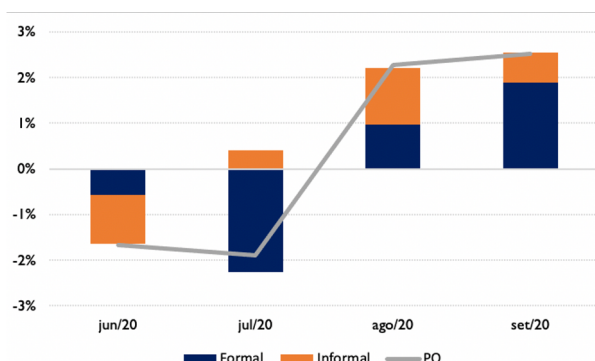


nova alta para 14,8%, o que seria equivalente a 15% na série dessazonalizada.

A taxa de desocupação tem registrado sucessivas altas, apesar de elevações do nível de ocupados registradas tanto pela PNADC quanto pela PNAD Covid-19, como mostra o Gráfico 5. A recuperação da população ocupada se iniciou em julho para os informais, e em agosto para os formais.

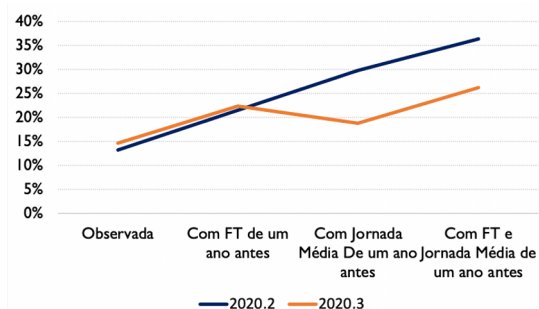
Durante o pico da crise no mercado de trabalho, no segundo trimestre do ano, a taxa de desocupação teve forte alívio não apenas da taxa de participação, que caiu quase 7 pontos percentuais, mas também da redução da jornada média de trabalho, influenciada pelo grande percentual de trabalhadores afastados no período. Como mostra o Gráfico 6, ambas haviam reduzido seu impacto de atenuação no terceiro trimestre – principalmente a segunda, com as horas de trabalho passando de 30 para 36 por semana (frente a 38 semanais em 2019). Tal movimento deverá ter continuidade nos próximos meses, já que, devido ao fim do auxílio emergencial e à esperada vacinação, a taxa de participação tende a crescer 7,3% em 2021, além de que a média das horas trabalhadas deverá mostrar recomposição total em relação ao nível anterior ao da pandemia.

**Gráfico 5: Variação Mensal da População Ocupada, por Contribuição dos Formais e Informais**



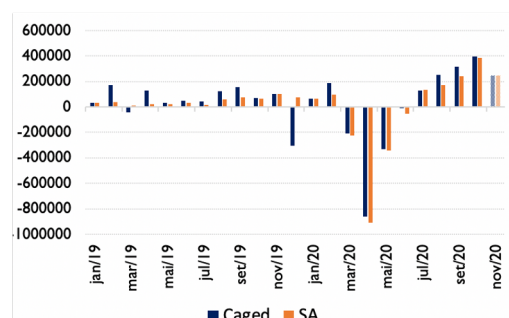
Fonte: PNADC (IBGE) mensalizada com base na metodologia do BC. Elaboração: IBRE/FGV

**Gráfico 6: Taxa de Desocupação por Cenário**



Fonte: PNADC (IBGE) mensalizada com base na metodologia do BC. Elaboração: IBRE/FGV

**Gráfico 7: Saldo de Vagas do Caged 2019-20**



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

Tendo em vista, portanto, um aumento esperado da população ocupada em 2021 de 4,9% (frente à queda projetada de 6,8% em 2020), a taxa de desocupação deverá ter uma média anual de 15,6% em 2021. Desse modo, apesar da alta da população ocupada, a taxa de desocupação ficaria dois pontos percentuais acima do provável nível médio a ser registrado em 2020.

O Caged, por sua vez, registrou em outubro a abertura de 394 mil postos de trabalho com carteira assinada – equivalente à 380 mil postos na série dessazonalizada –, influenciada por nova elevação do número de admissões –, resultado que já ultrapassou o do mesmo mês de 2019. Para novembro, espera-se nova alta, ainda que menor, de cerca de 245 mil postos criados, com nível semelhante com ajuste sazonal.

*Daniel Duque*

## 4. Inflação

### Vacina contra covid-19 pode ajudar a conter a inflação

A maior parte das projeções inflacionárias para 2021, ainda que existam riscos importantes no ambiente econômico, antecipam inflação abaixo da meta.

O início da vacinação contra Covid-19 em vários países deve contribuir para retomada do crescimento econômico mundial, o que, por tabela, deve trazer maior estabilidade e ajudar a valorizar moedas de países emergentes. Esse efeito parece conduzir a atual valorização de 3,9% acumulada pelo real nos últimos 15 dias, cuja cotação passou de R\$/US\$ 5,33 no dia 30/11 para 5,12, no dia 15/12.

O cenário poderia ficar ainda mais otimista, se houvesse, em paralelo, o encaminhamento de planos para a política fiscal. Isso reduziria a incerteza sobre o futuro da dívida pública, abrindo espaço para novas valorizações da moeda nacional.

Na esteira do atual movimento da taxa de câmbio, o IPA-10 de dezembro registrou importante desaceleração, que pôde ser observada de maneira generalizada nos três estágios de processamento que dividem o índice. O movimento mais intenso ocorreu entre as matérias-primas brutas, classe de despesa que responde rapidamente a movimentos cambiais. Entre novembro e dezembro, a taxa de variação desse grupo desacelerou de 6,2% para 1,8%, refletindo os aumentos menos intensos registrados nos preços de grandes *commodities* agrícolas e de proteína de origem animal: soja (de 13,9% para 0,1%), milho (de 20,9% para 7,2%), trigo (de 16,5% para 2,6%), suínos (de 12,2% para -2,5%) e bovinos (de 5,8% para 5%) são alguns exemplos.

Outro grupo relevante do IPA, bens intermediários, também apresentou desaceleração na passagem de novembro para dezembro, com a taxa caindo de 4,2% para 2,7%. Nesse estágio de processamento, os destaques foram materiais para manufatura (5,8% para 2,9%) e suprimentos agropecuários (3,4% para 0,9%), com reflexo nos preços de produtos químicos e rações as desacelerações registradas nos preços das matérias-primas.

Por fim, os bens finais já antecipam alta menos intensa nos preços de alimentos *in natura* (de 10,9% para 7,5%) e alimentos processados (de 3,8% para 3,5%), movimento que ainda não chegou ao IPC, mas que já está sendo captado pelo Monitor da Inflação, através da versão IPCA-Ponta.<sup>1</sup> O subgrupo alimentação no domicílio, que registrava alta de 3,1% no dia 01/12, registrou no dia 15/12, variação em torno de 2%. Tal movimento antecipa desaceleração dos preços dos alimentos no IPCA de dezembro, movimento que o IPA já começou a captar em sua primeira apuração de dezembro.

Apesar da desaceleração prevista para os preços dos alimentos, as simulações do Monitor da Inflação antecipam alta de 1,3% para o IPCA de dezembro, variação superior à registrada em novembro. São três as influências que contribuirão para a aceleração da inflação do mês em curso: tarifa de energia elétrica, passagens aéreas e cursos regulares. A vigência da bandeira tarifária vermelha patamar 2 em todo o país elevará em 10,5% as contas de energia. Além disso, algumas instituições de ensino suspenderam os descontos aplicados às mensalidades escolares na fase mais aguda da pandemia. Por conta disso, os cursos regulares podem subir 0,8%. Por fim, mesmo no meio da segunda onda da pandemia, as passagens aéreas subiram 38%, refletindo a demanda mais aquecida diante das férias escolares.

Se o Monitor da Inflação antecipar corretamente a inflação de dezembro, o índice oficial fechará 2020 em 4,5%, 0,5 ponto percentual acima da meta, quase a exata contribuição que a bandeira tarifária vigente acrescentou na inflação do último mês do ano.

Para 2021, há chance de o IPCA ficar abaixo da meta. No entanto, as previsões indicam que a taxa em 12 meses do índice oficial deverá seguir em aceleração até maio de 2020, quando alcançará variação em torno de 6%. Já a partir do segundo semestre, considerando o devido controle da pandemia no Brasil e no mundo e o bom encaminhamento de uma agenda para a redução do déficit público, a expectativa é de que a inflação comece a ceder encerrando 2021 em 3,6%, abaixo da meta de inflação, que é de 3,75%.

**André Braz**

## 5. Política Monetária

### A inevitabilidade de um ciclo de alta da Selic em 2021

Até poucos dias antes da fase de euforia que tomou conta nos mercados financeiros mundiais, parecia iminente a retirada do *forward guidance* introduzido pelo Banco Central do Brasil em agosto último.

Naquela ocasião, o BC comprometera-se em não promover elevação da taxa Selic, podendo mesmo reduzi-la. Era uma espécie de “viés de baixa” do juro básico da economia.

Quatro fatores funcionariam como condicionantes para a manutenção da nova orientação de política monetária: as expectativas e projeções de inflação para o horizonte relevante de política monetária, a ancoragem das expectativas de inflação a médio e longo prazo, e o que designaram como manutenção do regime fiscal.

<sup>1</sup> Versão do IPCA estimada pelo Monitor da Inflação da FGV IBRE que mede a variação dos preços nos últimos sete dias.

Posteriormente, os dirigentes do BC esclareceram que, na eventualidade de alguma alteração relevante no campo da política fiscal, as autoridades monetárias evitariam se manifestar explicitamente, ou seja, evitariam emitir juízo de valor sobre a alteração. Ficou claro que, nesse caso, agiriam rigorosamente dentro dos preceitos do regime de metas de inflação, respondendo aos efeitos das ações do governo sobre as expectativas e as projeções de inflação para o horizonte relevante. Em outras palavras, o mercado é que sinalizaria o caminho a seguir.

A longa fase de depreciação do real, bem como o choque inflacionário que afetou a economia brasileira neste segundo semestre, acabou prejudicando o comportamento das variáveis relevantes, a ponto de analistas e participantes de mercado passarem a discutir se as projeções de inflação para 2021 estavam ou não se revelando “suficientemente próximas” da meta de 3,75%. A conclusão é que tal quadro estava prestes a ficar bem delineado, o que, de acordo com o formalmente estabelecido, significaria cancelar o *forward guidance*.

Na esteira da consolidação da vitória de Biden nos EUA e, principalmente, em razão do noticiário altamente animador sobre testes com vacinas contra a Covid-19, os mercados entraram em modo de euforia, em escala mundial. Entre nós, o enfraquecimento do dólar lá fora produziu o fortalecimento do real, ao mesmo tempo em que a decisão da ANEEL de impor bandeira vermelha nível dois em dezembro trouxe certo alívio para as projeções de inflação para o próximo ano. A interação favorável entre câmbio e juros futuros ajudou a compor o que pode ser chamado de um “alinhamento dos astros”, responsável pela referida euforia.

Nesse ambiente, a simples ausência de qualquer novidade fiscalmente desconfortável (aparentemente, o temor de que algo desse tipo acontecesse neste final de ano era maior do que imaginávamos) acabou sendo vista como algo assim: “no news is good news”. Indicadores que aparentemente refletem preocupações de cunho fiscal cederam significativamente. É o caso, por exemplo, dos *spreads* de juros, definidores da inclinação da curva de juros.

De qualquer modo, a retirada do *forward guidance* foi apenas postergada, por curto espaço de tempo. A própria comunicação do BC sugere isso. De fato, na ata da reunião do Copom de dezembro, lê-se: “...ao longo dos próximos meses, o ano-calendário de 2021 perderá relevância em detrimento ao de 2022, que está com projeções e expectativas de inflação em torno da meta.”

A manutenção dessa convergência “sugere que, as condições para a manutenção do *forward guidance* podem não ser mais satisfeitas, o que não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros [...]. No cenário de retirada do *forward guidance*, a condução da política monetária seguirá o receituário do regime de metas para a inflação, baseado na análise da inflação prospectiva e de seu balanço de riscos”.

A Tabela 2 mostra as expectativas (Focus) e as projeções oficiais de inflação até 2022. A coluna BCB traz as projeções referentes aos dois cenários com que atualmente trabalha o BC, ano a ano. O primeiro é o cenário básico e o segundo corresponde às hipóteses de juros e câmbio constantes, este último corrigido pela PPP. Fica claro que, com a Selic no patamar atual, a inflação em 2022 ficaria acima da meta (4,0%, contra meta de 3,5%).

**Tabela 2: Expectativas de Inflação Focus e Projeções BCB**

2020 (%)		
Focus	BCB*	meta
4,4	4,3 / 4,3	4,0

2021 (%)		
Focus	BCB*	meta
3,3	3,4 / 3,5	3,75

2022 (%)		
Focus	BCB*	meta
3,5	3,4 / 4,0	3,5

BC\* = cenário base (juros Focus) e cenário alternativo (juros constantes em 2,0%). Fonte: BCB.  
Elaboração: IBRE/FGV.

Por si só, esse fato sinaliza a inevitabilidade de um ciclo de alta da Selic em 2021. Mas não é só isso. É preciso lembrar que, pelo visto, queremos chegar a uma inflação de 3,0% em 2024. Pelo menos, isso é o que sugere o estabelecimento de uma meta de 3,25% para 2023. Certamente não atingiremos esse objetivo com juros reais de um ano na faixa de -1,0% (algo talvez inevitável num período de crise), como temos tido ultimamente. A Selic terá de subir.

Por fim, cabe lembrar que a euforia que tomou conta dos mercados financeiros mundiais a partir de novembro fez muita gente esquecer nossos problemas fiscais. As discussões sobre reformas e ajustes das contas públicas continuarão interrompidas, possivelmente até o fim do recesso do Congresso. Mas elas terão de ser retomadas a partir de fevereiro. A velocidade e intensidade de iniciativas reformistas e seus efeitos sobre preços de mercado (câmbio, por ex.) e projeções de inflação darão o tom da política monetária, em 2021.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Desafio para consolidação fiscal pós-Covid em 2021: o elefante branco do gasto obrigatório

Completando seis anos seguidos de déficit primário, o ano de 2019 registrou rombo pouco menor que em 2018 – no Governo Central, o déficit foi de 1,2% do PIB em 2019 versus 1,7% em 2018. O necessário enfrentamento da calamidade pública trazida pela pandemia em 2020

atrasou o já conturbado processo de consolidação das contas públicas no Brasil. Para financiar gastos inesperados na área da saúde e atender entes subnacionais, assim como empresas e pessoas vulneráveis no contexto da pandemia, o governo desembolsou grande volume de recursos: cerca de R\$ 507 bi em gastos primários até 14 de dezembro,<sup>2</sup> financiados majoritariamente por meio de créditos extraordinários, ficando, assim, fora do limite do teto dos gastos. Também sob impacto de perdas na arrecadação, seja por medidas de redução ou suspensão de tributos ou pelo efeito da pandemia na atividade econômica, chega-se ao atual cenário de déficit primário, que estimamos em 10,3% do PIB para o Governo Central.

Para 2021, o dilema que a Covid-19 traz é que permanece a necessidade da consolidação fiscal, mas há também continuidade das demandas para o combate dos efeitos sanitários e sociais da pandemia. Por um lado, não há perspectiva de superávit primário no médio prazo: projeta-se superávit apenas nos anos finais da década 2021-2030. Manter as despesas abaixo do limite estabelecido pelo teto de gastos, que atualmente ancora grande parte das expectativas, será um desafio cada vez maior sem uma revisão considerável da estrutura de gastos obrigatórios. O elevado déficit em 2020 impacta também o endividamento, com aumento da dívida bruta (DBGG) em 15,0 p.p.<sup>3</sup> no ano, chegando a 90,7% do PIB. Por outro lado, tudo isso ocorre em meio a uma situação de vulnerabilidade social, evidenciada pelos 67,9 milhões de pessoas beneficiadas pelo auxílio emergencial<sup>4</sup> e pela taxa de desemprego de 14,6%,<sup>5</sup> apontando para necessidade de mais gastos enquanto a atividade econômica não tomar o fôlego da recuperação.

Para financiar esses gastos adicionais no combate à Covid-19, ordinariamente, seria necessário encontrar espaço no orçamento sujeito ao teto. A inexistência desse espaço ficou clara na proposta orçamentária (PLOA), que previa baixo volume de despesas discricionárias e o cumprimento do teto de gastos sem qualquer margem. A dificuldade para manter as despesas abaixo do teto de gastos em 2021 só aumentou desde a PLOA, graças à concretização de riscos fiscais não previstos no projeto de orçamento: o aumento das despesas vinculadas ao INPC e a derrubada do veto à desoneração da folha. Pela nossa estimativa, apenas o aumento desses dispêndios já gera necessidade de contingenciamento de R\$ 27 bilhões para manter as despesas abaixo do limite do Teto dos Gastos, em atualização do cálculo apresentado no Boletim Macro de Novembro, a partir de novas projeções de inflação.

Com essa necessidade de contingenciamento, e dado o volume reduzido de despesas discricionárias, esperava-se que a saída, tanto para mais gastos no combate à Covid-19 no ano que vem quanto para respeitar a âncora fiscal do teto de gastos, pudesse passar por uma

<sup>2</sup> Dados do Painel Monitoramento dos Gastos da União com Combate à COVID-19, do Tesouro Nacional, até 14/12/2020. São descontadas as despesas com Financiamento da Indústria Turística, sem impacto primário.

<sup>3</sup> A dívida bruta do Governo Geral fechou outubro em 90,7% do PIB, segundo o Banco Central, contra 75,8% em dezembro de 2019.

<sup>4</sup> Total de beneficiários elegíveis beneficiados, apresentado pela CAIXA no dia 10 de dezembro.

<sup>5</sup> Média no trimestre encerrado em setembro.



redução no volume das despesas obrigatórias. Mas há dificuldades para aprovar medidas nessa direção. O projeto com mais expectativa em relação à redução de despesas obrigatórias para o orçamento do ano que vem era a PEC Emergencial (Proposta de Emenda à Constituição 186/201). Na justificativa do projeto original, apresentado ainda no ano passado, lê-se que “a PEC apresentada tem como objetivo principal a contenção do crescimento das despesas obrigatórias para todos os níveis de governo, de forma a viabilizar o gradual ajuste fiscal indicado pelo Teto de Gastos”.

Questões políticas, no entanto, adiaram a aprovação da PEC Emergencial. Embora se esperasse votação de uma versão mais restrita dessa PEC ainda em dezembro, o relator da mesma adiou a continuidade do processo para 2021. Nessa versão mais enxuta do texto do projeto, cogitava-se retirar pontos importantes do ponto de vista de contenção de despesas como, por exemplo, a possibilidade de redução da carga horária do funcionalismo em até 25%, com redução proporcional da remuneração. Em contrapartida, o protagonismo na busca do ajuste fiscal, ao menos em 2021, passaria para a imposição de redução dos incentivos fiscais em 10%.<sup>6</sup>

Em linha com esses entraves, a inviabilidade de soluções por meio da contenção de despesas obrigatórias tem estimulado a busca por caminhos alternativos também para o financiamento de gastos contra a Covid-19 no ano que vem. Em escopo anterior da própria PEC Emergencial, por exemplo, a sinalização de um corte de gastos obrigatórios no texto seria usada como contrapartida para um benefício de caráter emergencial que auxiliasse a mitigar os efeitos da pandemia em 2021. A dificuldade no corte de despesas obrigatórias, entre outros fatores, acabou tirando essa possibilidade de pauta. Com isso, a alternativa de financiamento de gastos contra Covid-19, principalmente no caso de uma segunda onda forte de contaminações, passaria pela classificação dessas despesas em créditos extraordinários, não sujeitos ao teto.<sup>7</sup> Não é consenso, no entanto, que isso é viável juridicamente, tendo em vista o critério de imprevisibilidade necessário para tal recurso.

Em 2021, nossa projeção atual de déficit é de 2,5% no Governo Central, sujeita a grau elevado de incerteza, entre outros fatores porque não há clareza sobre a forma de condução do orçamento do ano que vem pelo governo. Há atraso na aprovação da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e da Lei Orçamentária Anual (LOA) e há indefinições quanto ao papel da meta fiscal e do teto de gastos na gestão do orçamento no exercício. O que é certo é que, havendo ou não gastos contra Covid-19 via crédito extraordinário em 2021, importa não abandonar o compromisso com a consolidação fiscal.

Nos últimos anos, iniciativas direcionadas ao ajuste nas despesas – teto de gastos e reformas para contenção das despesas obrigatórias, com destaque para a previdenciária – abordaram

<sup>6</sup> Também estariam no texto a extinção de fundos públicos e a possibilidade de acionamento de gatilhos de controle de despesas com pessoal, a qual é sem relevância para 2021, pois os gatilhos são similares a medidas já aprovadas na Lei Complementar 173/2020 para o ano em questão.

<sup>7</sup> Ver: <https://bit.ly/2LsiCKy>

questões estruturais, ainda que não tenham esgotado o tema. As diferentes versões do texto da PEC Emergencial, assim como seu novo adiamento, mostram dificuldade em implementar reduções adicionais nas despesas obrigatórias, elefante branco a ser enfrentado para que haja uma reversão não temporária do histórico de rombos primários. Na ausência de medidas que sinalizem de forma clara como o governo tratará de tais questões, o Teto estará definitivamente sob risco e a credibilidade do ajuste fiscal comprometida. Diante de tal cenário, a elevada percepção de risco colocaria ainda mais incerteza sobre a retomada da economia pós-pandemia.

*Juliana Damasceno e Matheus Rosa Ribeiro*

## 7. Setor Externo

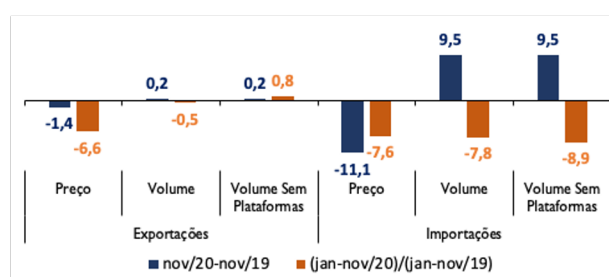
### Aumento no volume importado reflete os sinais de recuperação da indústria de transformação<sup>8</sup>

O superávit da balança comercial no acumulado do ano até novembro foi de US\$ 51 bilhões, um aumento de US\$ 9 bilhões em relação a igual período de 2019. A queda mais acentuada nas importações (-14,7%) do que nas exportações (-7,4%), o que vem ocorrendo ao longo do ano, explica o saldo positivo.

A novidade em novembro foi o aumento no volume importado (Gráfico 8), que cresceu 9,5%, após quedas consecutivas na comparação mensal interanual desde junho, o que reflete a recuperação da atividade econômica, a partir de junho/julho. Quando se analisa a variação no acumulado do ano até novembro, os resultados mostram outro cenário. Entre 2019 e 2020, o volume importado recuou 7,8%. Nesse caso, a desvalorização da taxa de câmbio efetiva real (30% entre jan-nov 2019/2020), junto à queda do PIB, explica o recuo das importações. O volume exportado em novembro cresceu 0,2% em relação a igual período de 2019 e, na comparação do acumulado do ano até novembro, foi registrada uma queda de 0,5%.

Os preços de exportações e importações caíram na comparação mensal interanual ao longo do ano, mas, desde julho, a queda nos preços de importados supera a das exportações, o que levou a um aumento nos termos de troca. Na comparação interanual, entre os meses de novembro, esse aumento foi de 10,9% (Gráfico 9).

**Gráfico 8: Variação (%) nos Índices de Volume e Preço das Exportações e Importações**



Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>8</sup> Esse texto é parte da análise publicada pelo ICOMEX sobre o desempenho da Balança Comercial. ICOMEX disponível no portal do IBRE.

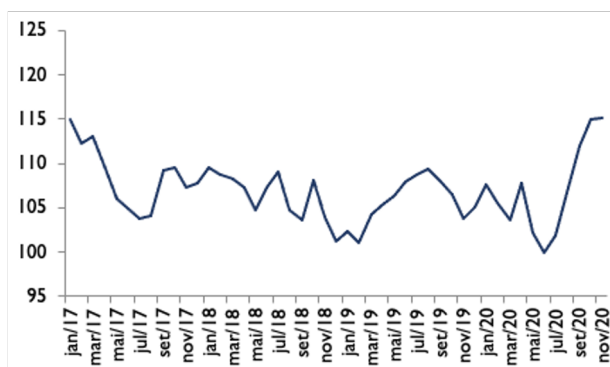


A análise desagregada dos fluxos de comércio mostra aumento do volume exportado da indústria extrativa e da transformação entre os meses de novembro, e queda de 26,9% na agropecuária (Gráfico 10). A desaceleração nos embarques de soja explica esse resultado, enquanto o aumento das vendas de bens de consumo duráveis e não duráveis explica o resultado para a indústria de transformação. No caso dos bens duráveis, as vendas para a Argentina do setor automotivo explicam o desempenho favorável das exportações.

Em relação aos mercados de nossas exportações, pelo segundo mês consecutivo, o volume exportado para a China recuou na comparação mensal interanual, embora no acumulado do ano aquele país lidere as vendas externas brasileiras (Gráfico 11). Observa-se que a participação da China chegou a 33% das exportações do Brasil no acumulado do ano, enquanto a de todos os países europeus somou 18,5%. Para a Argentina, o aumento em 43,2% (novembro 2019/20) é explicado pelas vendas do setor automotivo.

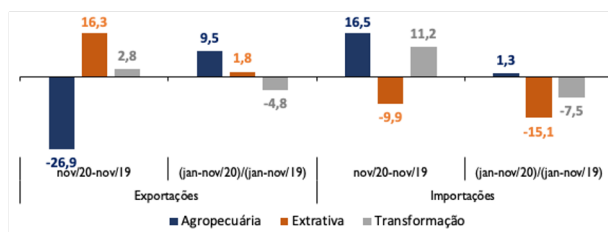
Por último cabe destacar o crescimento das importações em novembro dos bens de capital pela indústria de transformação. Ao mesmo tempo, as compras de bens intermediários, após meses consecutivos de queda, registraram aumento de 11,1% em novembro. Esses dois resultados indicam uma recuperação da indústria de transformação e descartam, por enquanto, a hipótese de substituição das importações (Gráfico 12).

**Gráfico 9: Índice dos Termos de Troca**  
(Base: média de 2006 = 100)



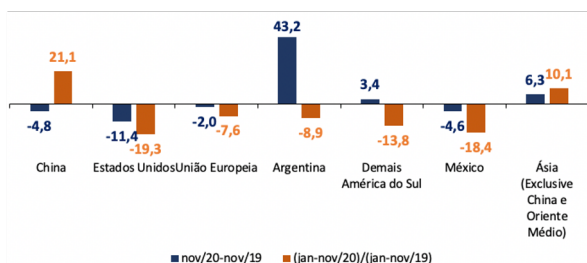
Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

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



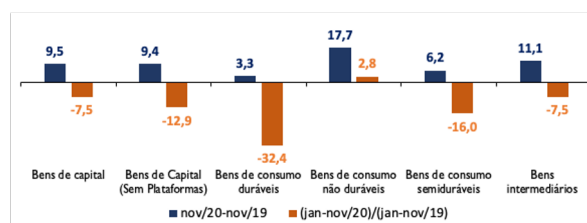
Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 11: Variação (%) no Volume das Exportações por Mercados de Destino**



Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 12: Variação (%) nos Volumes Importados das Categorias de Uso da Indústria de Transformação**



Fonte: SECEX. Elaboração: IBRE/FGV.

A Organização Mundial do Comércio estima um crescimento de 7,2% do volume do comércio mundial para 2021. É esperado que o PIB da China aumente 8,2% no próximo ano, segundo o Fundo Monetário Internacional. Os preços das *commodities* agrícolas e de minerais devem aumentar até o primeiro semestre de 2021.

O cenário para as exportações brasileiras de *commodities* é favorável. No entanto, essa afirmação parte da hipótese de que, em 2021, a pandemia do COVID-19 estará sob controle no mundo. Um cenário com alta probabilidade, mas não garantido.

*Lia Baker Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### A euforia nos mercados financeiros e as dificuldades da economia real

Em novembro último, a euforia tomou conta dos mercados financeiros em escala mundial. A consolidação da vitória eleitoral de Biden nos Estados Unidos, e, principalmente, resultados altamente positivos referentes a testes com vacinas contra a Covid-19 trouxeram grande otimismo. No noticiário internacional, ganhou destaque a expressão “an everything rally”, uma indicação de que a onda boa abrangeu de tudo, acarretando recuo até mesmo dos juros de *junk bonds*. Papéis de países emergentes ganharam força, inclusive os de mercados considerados “retardatários”, como os da América Latina, em geral, e do Brasil, em particular.

Os participantes de mercado estão de olho no futuro, o que, na verdade, é sempre o que fazem. Com a descoberta de vacinas supostamente seguras e eficazes, será apenas uma questão de tempo até a plena recuperação das economias. Tal raciocínio deu margem a movimentos de “rotação”, como se diz em mercado, diminuindo a preferência dos investidores pelas chamadas ações de crescimento (“growth stocks”) e aumentando a procura por papéis considerados cíclicos, mais sensíveis ao comportamento da atividade econômica.

No fundo, muito possivelmente, os investidores sabem dos percalços ainda presentes, e reconhecem que ainda tem chão até ser possível retornarmos a uma situação de

“normalidade”. De modo geral, porém, na prática, tudo se passa como se os investidores estivessem “olhando através”, se é que cabe tal expressão. É como se os obstáculos até a normalização da vida econômica não estivessem sendo percebidos, ou simplesmente sendo entendidos como de importância menor. Importa apenas a linha de chegada, seria a visão dominante.

A realidade, porém, pode ser bem mais complexa do que parece aos olhos de muitos. O caminho até a tão esperada linha de chegada será árduo. A esse respeito, são vários os aspectos que precisam ser observados. Consideremos apenas os mais relevantes.

Primeiro, a política fiscal deixará de ser expansionista como foi em 2020. De modo geral, estímulos fiscais estão sendo reduzidos, ou eliminados. A política monetária permanecerá acomodaticia, mas é notório que seu poder de impulsionar a economia não mais se mostra tão expressivo quanto em outros tempos.

Segundo, talvez as grandes características da pandemia sejam o elevado grau de incerteza, a insegurança, a desconfiança. O surgimento recente de índices que procuram aferir o grau de incerteza reinante na sociedade tem proporcionado uma boa noção acerca da dimensão do problema. A consequência relevante tem a ver com o fato de que incerteza é um fenômeno inibidor de determinadas atitudes, como consumir, investir e contratar pessoas. Tudo isso agravado pela chegada da segunda onda de infecções. Acresce que ainda se faz preciso vencer a grande resistência de muita gente para aceitar vacinada. É sabido que quanto maior a cobertura da população, maiores as chances de nos livrarmos do vírus.

Como terceiro e quarto fatores podemos citar, de um lado, o grande número de negócios que se fecharam durante a pandemia, e que não serão reabertos, algo que reduz a capacidade potencial da economia, pela perda de capital organizacional. De outro, o endividamento das empresas cresceu expressivamente durante a crise. Como se sabe, empresas excessivamente endividadas investem menos.

Para não irmos longe demais, destaquemos apenas, adicionalmente, as dificuldades para gerar emprego. De modo geral, esse será o grande desafio daqui por diante. Em toda parte. Quando o mercado de trabalho não se recupera totalmente, a retomada da economia deixa de ser plena.

A trajetória até a linha de chegada imaginada pelos participantes do mercado financeiro parece longa e acidentada. Se em algum momento os percalços da economia real concorrerão para reduzir o entusiasmo dos mercados é difícil prever.

*José Júlio Senna*

## 9. Observatório Político

### Saudades de São Paulo

O conflito entre o governador João Doria e o ministro da Saúde, General Eduardo Pazuello, em torno da vacina contra a Covid-19 parece ser típico do momento ímpar que o Brasil tem vivido ao longo de 2020. Todavia, a disputa remonta a um fenômeno marcante da história republicana, nomeadamente, os frequentes embates entre o governo central e o maior estado da Federação, São Paulo, cuja principal expressão foi a chamada revolução constitucionalista de 1932. Não à toa, intensas discussões sobre o tamanho da representação de São Paulo na Câmara dos Deputados também caracterizaram as Assembleias Constituintes de 1946 e 1987-1988.

Refletir sobre o lugar de São Paulo na ordem política nacional é fundamental para compreendermos o Brasil de ontem, hoje e amanhã. Em livro clássico sobre o assunto publicado em 1982, Simon Schwartzman sustentou que, a partir da década de 1930, a política brasileira tivera como eixo geopolítico a constelação formada por Minas Gerais, o Nordeste, o Rio de Janeiro e o Rio Grande do Sul, à exclusão justamente da região economicamente mais dinâmica do país, São Paulo.<sup>9</sup> Do ponto de vista político, São Paulo produziu, no máximo, lideranças populistas, as quais não foram capazes de transcender a fronteira do estado. De maneira intimamente ligada àquela constelação, o Estado Nacional brasileiro, ainda segundo Schwartzman, não seria o representante de interesses orgânicos da sociedade, mas objeto de conquista por parte de um estamento político parasitário.

Com o desenvolvimento do país, Schwartzman esperava que uma política mais representativa emergisse, com partidos apoiados nas classes sociais modernas, a burguesia e o operariado, e originários da região mais capitalista do país, São Paulo. De fato, a partir da redemocratização em 1985, mas sobretudo com a chegada do PSDB, partido nascido em São Paulo, ao Planalto dez anos depois, o estado se firmou como a unidade subnacional politicamente dominante, tendência reafirmada com a ascensão do PT, outra agremiação de berço bandeirante, ao poder central em 2003.

Sob a hegemonia política paulista, entre 1995 e 2013 o Brasil logrou cinco feitos que, anteriormente, nunca conseguira combinar simultaneamente: (1) ter um regime democrático; (2) ter relativa estabilidade política; (3) gerar crescimento econômico, ainda que modesto; (4) reduzir consideravelmente a pobreza e a desigualdade social; e (5) usufruir de inédito prestígio internacional. Não foi pouco. É também prova da presciência da análise de Schwartzman.

De forma trágica e ainda não plenamente compreendida por nós, a partir de 2014 os feitos referidos acima começaram a se perder aceleradamente. Hoje em dia, sobrou apenas o regime democrático, mas este se encontra em estado crítico. De maneira coerente com a obra de

<sup>9</sup> Simon Schwartzman, *Bases do Autoritarismo Brasileiro* (Editora da Universidade de Brasília, 1982).

Schwartzman e no rastro do acentuado declínio do PSDB e do PT, São Paulo, hoje, não é mais o estado-líder da política nacional.

Para mostrar como é confusa a circunstância em que nos encontramos, o fim da hegemonia política paulista foi consequência, em boa medida, de ações protagonizadas por paulistas. O mensalão teve a indelével marca de políticos petistas de extração paulista. Como reação à debacle da seção paulista do PT, Lula, político paulista apesar de nascido em Pernambuco, indigitou a inexperiente Dilma Rousseff como sucessora. Como é sabido, os dois mandatos de Rousseff à frente do Executivo Federal demoliram os pilares econômicos da obra iniciada em 1995.

Destituída em 2016, Rousseff foi substituída por seu vice, Michel Temer, político paulista. A presidência do último, contudo, não foi fruto da força de São Paulo, mas, isto sim, de manobras de bastidor extremamente controversas, as quais muito ajudaram a deslegitimar a ordem política vertebrada por São Paulo.

Como se tudo aquilo não bastasse, no primeiro turno das eleições presidenciais de 2018, os paulistas deram ao candidato do PSDB, Geraldo Alckmin, governador do estado por doze anos, apenas 9,5% dos seus votos. Jair Bolsonaro, político carioca apesar de nascido em São Paulo, recebeu 53% dos votos paulistas. No segundo turno, Bolsonaro colheu nada menos que 68% dos sufrágios bandeirantes. Foi a pá de cal sobre a hegemonia política paulista.

Para encerrar a cerimônia de enterro, na eleição para o governo de São Paulo em 2018, João Doria, candidato do PSDB, cria a figura do “Bolsodoria” para designar seu alinhamento à campanha de extrema-direita de Bolsonaro ao Palácio do Planalto. É preciso que se assevere enfaticamente: a transformação da seção paulista do PSDB – organização criada pelas mãos progressistas de estadistas como FHC, Franco Montoro e Mário Covas em 1988 – em veículo de uma liderança personalista de extrema-direita como João Doria, em 2018, foi um dos mais assombrosos fenômenos políticos da história nacional. É algo raro na história mundial da democracia. Quantas vezes se vê um partido indo da centro-esquerda para a extrema-direita?

Por isso, há de se perguntar: será Doria capaz de liderar o centro político contra Bolsonaro em 2022, como se tem especulado recentemente?

Sem dúvida, Doria se distanciou de Bolsonaro em 2019. Ao longo de 2020, ele e o presidente brigaram o tempo inteiro. Viraram inimigos figadais. O governador de São Paulo está tentando se reinventar, mas conseguirá um dos coveiros do antigo PSDB paulista e um dos grandes patrocinadores da radicalização de 2018 representar as virtudes da moderação e do diálogo?

Diante da perspectiva de Doria vir a liderar uma coligação de forças centristas, só resta a este analista político carioca dizer baixinho: Que saudades de São Paulo de outrora...

***Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV***

## 10. Em Foco IBRE: Mensurando o desafio da política social após o fim do Auxílio Emergencial<sup>10</sup>

O ano de 2020 está marcado pela pandemia da COVID-19, com nefastas consequências sobre a população brasileira. Entre seus efeitos, a pandemia causou um aumento do desemprego e uma diminuição significativa do PIB. Ainda assim, este foi um ano em que a taxa de pobreza atingiu um dos menores valores da história. Possivelmente o menor.

Tal resultado só foi possível pela criação do Auxílio Emergencial. Com orçamento previsto superior a R\$ 320 bilhões, ele representa, de longe, o maior programa de transferência de renda que já existiu no Brasil. Para se ter uma ideia do seu tamanho, basta compará-lo com o orçamento destinado a ações de desenvolvimento social no início de 2020: R\$ 92 bilhões. O Auxílio Emergencial representou, portanto, 3,5 vezes todo o orçamento que estava disponível para o desenvolvimento social no início do ano, que já incluía todo o orçamento previsto para o programa Bolsa Família e para o Benefício de Prestação Continuada.

Não fosse o Auxílio Emergencial, a pobreza, segundo as linhas de US\$ 1,00, US\$ 1,25, US\$ 1,90 e US\$ 3,20,<sup>11</sup> teria sido entre 6,1 e 6,6 pontos percentuais maior em maio de 2020 do que na média de 2019. O Auxílio Emergencial não só impediu esse aumento da pobreza como fez com que ela, já em maio de 2020, fosse entre 1,8 e 4,5 pontos percentuais menor do que em 2019, segundo esses mesmos critérios.

Contudo, o Auxílio Emergencial é fiscalmente insustentável.

Por isso, uma das grandes questões para 2021 é a mensuração dos efeitos do fim do Auxílio Emergencial sobre a taxa de pobreza, para que se possa avaliar a medida de reformulação necessária para a proteção social existente no país.

Para fazer essa avaliação, é necessário isolar os efeitos dos programas sociais sobre as estatísticas de pobreza. Para fazê-lo, será calculada uma taxa de pobreza que desconsidera os rendimentos oriundos de programas sociais,<sup>12</sup> intitulada de demanda por programas sociais; e a potência dos programas sociais em reduzir a pobreza, que é exatamente a diferença entre a demanda por programas sociais e a taxa de pobreza efetiva. A título de comparação, os dados históricos da demanda por programas sociais, da potência da política social e da taxa de pobreza estão indicados na Tabela 3.

<sup>10</sup> Material adaptado do artigo “Perspectiva para os Programas de Transferência de Renda em 2021”, de Vinícius Botelho, que pode ser acessado aqui: [https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-12/paper\\_viniciusbotelho\\_ibre\\_2020.pdf](https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-12/paper_viniciusbotelho_ibre_2020.pdf)

<sup>11</sup> Calculados per capita e por dia, em dólares medidos por paridade do poder de compra. Em reais, essas linhas representaram, em meados de 2020, os valores de R\$ 81, R\$ 101, R\$ 154 e R\$ 259 per capita por mês.

<sup>12</sup> Programa Bolsa Família, Benefício de Prestação Continuada e outros programas sociais para as estatísticas da PNAD Contínua; Programa Bolsa Família, Benefício de Prestação Continuada e Auxílio Emergencial para as estatísticas da PNAD COVID19.

**Tabela 3: Demanda por programas sociais, potência da política social e taxa de pobreza: 2012 a 2019**

	Linha	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Demanda por programas sociais	US\$ 1,00	5,10%	4,80%	4,40%	4,80%	5,70%	6,20%	6,50%	6,50%
	US\$ 1,25	5,80%	5,70%	5,20%	5,60%	6,60%	6,90%	7,10%	7,00%
	US\$ 1,90	8,30%	8,00%	7,10%	7,60%	8,80%	9,20%	9,40%	9,50%
	US\$ 3,20	15,40%	14,70%	13,10%	14,10%	15,70%	15,60%	15,70%	15,50%
Potência da política social	US\$ 1,00	2,30%	2,60%	2,40%	2,50%	2,90%	2,90%	3,00%	2,90%
	US\$ 1,25	2,40%	2,60%	2,50%	2,60%	2,80%	2,70%	2,70%	2,60%
	US\$ 1,90	2,60%	2,90%	2,60%	2,70%	2,90%	2,80%	2,90%	2,90%
	US\$ 3,20	3,20%	3,30%	3,30%	3,30%	3,40%	3,10%	3,20%	3,30%
Taxa de pobreza	US\$ 1,00	2,70%	2,30%	2,00%	2,20%	2,80%	3,30%	3,50%	3,50%
	US\$ 1,25	3,40%	3,10%	2,70%	3,00%	3,80%	4,30%	4,40%	4,40%
	US\$ 1,90	5,70%	5,10%	4,50%	4,90%	5,90%	6,40%	6,50%	6,60%
	US\$ 3,20	12,10%	11,30%	9,80%	10,80%	12,20%	12,40%	12,50%	12,20%

Fonte: PNAD Contínua (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Usando os dados da PNAD COVID-19, pode-se calcular a demanda por programas sociais em cada mês de 2020 e comparar essa estatística com aquela calculada usando os dados da PNAD Contínua de 2019. Essa comparação permite avaliar a dimensão do aumento da demanda por programas sociais este ano, assim como analisar a sua dinâmica ao longo do tempo.

Os resultados desse cálculo estão indicados na Tabela 4. Percebe-se um forte aumento na demanda por programas sociais já em maio de 2020. No entanto, ao longo do ano esse impacto foi fortemente amenizado pela recuperação econômica. Mantido o atual ritmo de recuperação, percebe-se que poderia ser atingido o mesmo patamar de pobreza de 2019, ou algum patamar superior (ao de 2019), até o final do primeiro trimestre de 2021.



**Tabela 4:** Diferença na demanda por programas sociais em cada mês de 2020, na comparação com 2019

Linha	Maio de 2020	Junho de 2020	Julho de 2020	Agosto de 2020	Setembro de 2020	Outubro de 2020
US\$ 1,00	6,10%	5,90%	4,60%	3,70%	3,40%	2,70%
US\$ 1,25	6,80%	6,50%	5,10%	4,30%	4,00%	3,20%
US\$ 1,90	6,70%	6,30%	4,90%	3,80%	3,60%	2,60%
US\$ 3,20	6,90%	6,30%	4,70%	3,70%	3,60%	2,90%

Fonte: PNAD Contínua 2019 e PNAD COVID19 (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

A dúvida que essa análise não permite responder é em qual patamar, retornando à estrutura de proteção social de 2019, a taxa de pobreza estacionará.

Para responder essa pergunta, pode-se estabelecer uma relação econométrica entre o PIB *per capita* e a pobreza. De acordo com as projeções deste Boletim, o PIB se contrairá em 4,7% em 2020 e crescerá 3,6% em 2021. Em termos de PIB *per capita*, isso significa uma contração de 5,4% este ano e uma expansão de 2,8% no próximo, equivalente a dizer que o PIB *per capita* de 2021 ainda será 2,7% inferior ao de 2019.

Qual o efeito dessa contração sobre a demanda por programas sociais? Para responder a essa pergunta, foi desenvolvido um modelo econométrico de projeção que relaciona o PIB *per capita* e a taxa de pobreza,<sup>13</sup> e cujos resultados estão indicados na Tabela 5.

<sup>13</sup> Para maiores detalhes, vide o artigo “Perspectiva para os Programas de Transferência de Renda em 2021”, de Vinícius Botelho, que pode ser acessado aqui: [https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-12/paper\\_viniciusbotelho\\_ibre\\_2020.pdf](https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-12/paper_viniciusbotelho_ibre_2020.pdf)



**Tabela 5: Projeção para a Taxa de Pobreza**

Linha	Projeção 2021	Intervalo de confiança da projeção (95%)
US\$ 1,00	+0,9p.p.	+0,5p.p. a +1,2p.p.
US\$ 1,25	+0,8p.p.	+0,4p.p. a +1,2p.p.
US\$ 1,90	+1,0p.p.	+0,3p.p. a +1,6p.p.
US\$ 3,20	+0,9p.p.	-0,2p.p. a +2,0p.p.

Fonte: PNAD Contínua 2019 e Sistema de Contas Nacionais (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Ainda que esse exercício seja extremamente limitado no número de observações e pelo fato de 2020 representar um choque econômico muito distinto dos demais choques pelos quais a economia brasileira passou de 2012 a 2019, os resultados parecem condizentes com as tendências apontadas pela PNAD COVID19.

Supondo que a política social em 2021 tenha a mesma potência da política social de 2019, o que pressupõe o fim do Auxílio Emergencial e o retorno ao Programa Bolsa Família, ao Benefício de Prestação Continuada e aos outros programas sociais exatamente nos parâmetros e formatos do pré-pandemia, a taxa de pobreza subirá em torno de 0,9 ponto percentual em 2021, na comparação com 2019.

Considerando que a potência da política social oscilou, para todas as linhas de pobreza, em torno de uma média de 2,9% em 2019, os impactos da pandemia requereriam que se expandisse a rede de proteção social em aproximadamente um terço, o que parece factível de se atingir focalizando a estrutura de benefícios atualmente existente no público mais vulnerável.

Contudo, pode-se argumentar que a taxa de pobreza de 2019 era demasiado elevada para se ter como ponto de referência. Usando o mesmo modelo econométrico, pode-se calcular o crescimento de PIB *per capita* necessário para erradicar a pobreza, segundo qualquer uma das linhas discutidas neste texto.

Partindo do patamar de PIB *per capita* projetado para 2021, erradicar a demanda por programas sociais segundo a linha de US\$ 1,00 já seria um grande desafio: o PIB *per capita* precisaria crescer aproximadamente 20%. Para a linha de US\$ 1,90, o crescimento precisaria ser de aproximadamente 26%. Já para a linha de US\$ 3,20, o desafio é ainda maior: seria necessário um crescimento de 51%. Cada nova recessão deixa o Brasil cada vez mais longe dessa realidade.

Considerando a magnitude do desafio, focalizar e fortalecer a proteção social voltada aos trabalhadores mais pobres se faz extremamente importante, assim como o aumento da produtividade da economia brasileira, que também tem o potencial de melhorar a vida das pessoas e fazê-las sair da condição de dependência econômica.

**Vinícius Botelho**

**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 18 de dezembro 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.