

Boletim MACRO

Janeiro 2021 • Nº 115



À ESPERA DAS VACINAS

O ano começa com a superposição de variáveis de grande impacto operando em sentidos opostos. De um lado, com efeito contracionista, há a segunda onda da pandemia. De outro, há o início do processo de vacinação e a perspectiva de forte expansão nas duas maiores economias do mundo



Agora, a revista de economia mais tradicional do país também é blog

Conheça este novo canal da *Conjuntura Econômica* e acompanhe, a cada semana, matérias e entrevistas que complementam e atualizam as análises que chegam mensalmente aos leitores.

Blog da CONJUNTURA
ECONÔMICA

Disponível em versão mobile e desktop
fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica

À espera das vacinas

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

O ano começa com a superposição de variáveis de grande impacto operando em sentidos opostos. De um lado, com efeito contracionista, há a segunda onda da pandemia, que leva vários governos a reinstituírem restrições à atividade econômica e os consumidores a conterem sua demanda por serviços. De outro, há o início do processo de vacinação e a perspectiva de forte expansão nas duas maiores economias do mundo. Não só o resultado final, mas também a dinâmica do crescimento este ano, vão depender da intensidade e da distribuição temporal desses dois efeitos.

No primeiro trimestre, pelo menos, as forças contracionistas tendem a prevalecer. Assim, aos poucos somam-se os sinais de que a pandemia do coronavírus ainda levará algum tempo para ser totalmente controlada no mundo. Mesmo com o início da vacinação, em dezembro de 2020, e com elevada disponibilidade de doses, na grande maioria dos países desenvolvidos o ritmo da imunização tem sido mais lento que o previsto, devido às dificuldades de logística. Apenas recentemente o processo de vacinação acelerou nos EUA e no Reino Unido. Nos países da zona do euro, por outro lado, o processo segue muito lento.

Nos países emergentes, a vacinação promete ser um processo ainda mais desafiador. Vários países já iniciaram suas campanhas de vacinação, mas há poucas doses disponíveis. A imunização só deve acelerar à medida que as vacinas da Oxford-AstraZeneca, Sinovac e Sinopharm forem aprovadas nesses países, pois os primeiros lotes das vacinas da Pfizer e da Moderna já foram comprados pelos países desenvolvidos.

Paralelamente, o número de novos casos continua em patamares muito elevados, em torno de 700 mil ao dia, de acordo com os dados do site Worldometers. Com relação ao número de mortes diárias, a média móvel global de 7 dias está em torno de 14 mil, e sem dar sinais de acomodação. Com isso, superamos as trágicas marcas de 100 milhões de casos e mais de 2 milhões de mortes causadas globalmente pelo vírus. O quadro é de muita incerteza sobre a dinâmica da pandemia, com os infectologistas preocupados com a disseminação de mutações do vírus que têm elevado grau de transmissão.

Devido à intensificação da pandemia, vários países europeus e o Japão têm adotado medidas de distanciamento social, com restrição ao funcionamento de estabelecimentos não essenciais. Essas medidas podem ser prorrogadas para conter o surto atual. É pouco claro ainda quando será possível relaxar essas restrições, ainda que se espere uma melhora da situação com a chegada da primavera no Hemisfério Norte. Aos poucos, junto com a vacinação, isso deve permitir uma progressiva recuperação da atividade nas economias avançadas.

O quadro atual é não apenas difícil, mas também muito heterogêneo entre os países. 2021 será marcado, a partir de meados do ano, por uma rápida retomada das economias dos países desenvolvidos, com destaque para o setor serviços, que deve se recuperar à medida que a vacinação avance.

Em particular nos EUA, apesar da intensidade da pandemia, o crescimento econômico permanece resiliente. Além disso, espera-se que o governo Joe Biden aprove um forte estímulo fiscal, aproveitando o controle de

mocrata do Senado. O presidente do Fed também enfatizou a manutenção da política de estímulos monetários. Com isso, o crescimento dos EUA deve ser mantido em ritmo elevado.

Na Europa, as medidas de distanciamento social devem reduzir o crescimento no primeiro trimestre. E, se a velocidade de vacinação não aumentar, 2021 ainda pode se encerrar com recuperação incompleta da atividade, em que pese a situação melhorar na segunda metade do ano.

Já a economia chinesa continua surpreendendo positivamente, conforme destacado na Seção Em Foco deste mês, de autoria do pesquisador Livio Ribeiro. O PIB da China acelerou no quarto trimestre, fechando 2020 com crescimento de 2,3%, sendo a única grande economia sem retração econômica no ano. A previsão para 2021 é de um expressivo crescimento de 9,2%.

Mesmo diante de todos os desafios, a vacinação e, conseqüentemente, a reabertura das economias, em conjunto com as medidas de estímulo fiscal nos EUA, tornam o ambiente externo mais favorável. Isso tem se refletido na valorização de ativos de risco, com elevação nos preços de *commodities*. Esse contexto tem favorecido também as moedas dos países emergentes, com destaque para a América Latina.

No entanto, mesmo nesse ambiente mais favorável, o real continua muito depreciado, quando comparado ao período pré-pandemia. Isso pode ser explicado por fatores domésticos, com destaque para as incertezas fiscais e a intensificação da pandemia. A forte depreciação cambial, em um contexto de valorização de *commodities* e de políticas de compensação de renda, gerou uma maior pressão inflacionária no país, elevando o grau de incerteza na economia, com o BC se sentindo mais pressionado a agir.

O melhor desempenho da economia no quarto trimestre do ano passado não se traduz, portanto, em melhores perspectivas para a economia brasileira no início deste ano. Apesar do elevado carregamento estatístico, de 2,5% para este ano, a previsão é de um crescimento de 3,5% no PIB brasileiro em 2021, concentrado no segundo semestre. Porém, a disseminação do vírus e a demora na implementação dos planos de vacinação, com dúvidas sobre o número de doses que estarão disponíveis para o Brasil no curto prazo, representam um risco negativo para nossas projeções de crescimento.

Atrasos adicionais na campanha de vacinação devem impactar ainda mais a recuperação da atividade econômica, com a piora nos riscos fiscais, relacionados ao orçamento de 2021, aí incluídas as discussões sobre extensão de auxílios emergenciais, que não está infensa a motivações de caráter político-eleitoral. O debate não organizado sobre a política fiscal, em um contexto de pressão política e de falta de liderança do Executivo, pode gerar uma nova rodada de incerteza econômica e o recuo da atividade.

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

- **Atividade econômica – página 7:** Os dados referentes ao bimestre outubro-novembro revelam significativa desaceleração do ritmo de crescimento econômico. A redução do auxílio emergencial no último trimestre de 2020, a aceleração da inflação e o recrudescimento da pandemia são alguns fatores que devem ter contribuído para um menor ímpeto de consumo, tanto de bens quanto de serviços, no final do ano passado. Projetamos crescimento do PIB de 1,9%, contra o terceiro trimestre, e queda de 2,8%, na comparação interanual. Para o ano de 2020, nossa expectativa é de retração de 4,5%, que deve ser seguida de expansão de 3,5% este ano. O crescimento ao longo de 2021 deve se concentrar no segundo semestre, enquanto na primeira metade do ano deve haver contração do PIB. As incertezas quanto à capacidade de recuperação da economia persistem.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 8:** Os índices de confiança de empresas e consumidores mantiveram a tendência de queda iniciada desde outubro, fechando o ano abaixo do nível considerado neutro (inferior a 100 pontos). A confiança extremamente baixa dos consumidores – motivada pela

incerteza relacionada à pandemia, o fim de benefícios emergenciais, a inflação em alta e o medo do desemprego — levou ao maior descolamento em relação à confiança empresarial desde 2010. Entre os setores, apenas a indústria continua mostrando níveis elevados de confiança, enquanto os outros setores registram maior desaceleração e esboçam algum pessimismo em relação ao primeiro semestre de 2021.

- **Mercado de Trabalho – página 10:** A PNAD Contínua mostrou em outubro a primeira queda da taxa de desocupação desde o início da pandemia: 14,3%, abaixo do projetado pelo FGV IBRE. Para novembro, espera-se queda para 13,9%, o que, com ajuste sazonal, representa estabilidade em relação ao mês anterior. A população ocupada (PO), que tem aumentado aceleradamente pela série oficial no IBGE, registra, no entanto, desaceleração na série mensalizada – de fato, mostra-se neste Boletim que o resultado cada vez mais positivo no trimestre móvel é induzido apenas pelo fato de que o último mês foi o primeiro desde a pandemia com uma sequência de três meses positivos na variação da PO, que está, na verdade, desacelerando. Separando por tipo de ocupação, observa-se que a alta foi totalmente explicada pelos informais – movimento coincidente com grande redução das transferências do auxílio emergencial. Já o saldo do Caged voltou a mostrar elevadas altas no emprego com carteira assinada, chegando a 414 mil novas contratações líquidas em novembro. Para dezembro, espera-se queda de 188 mil.
- **Inflação – página 13:** Com relação à inflação, apesar das pressões sobre os preços ao produtor, o Monitor da Inflação Oficial da FGV IBRE antecipa que as taxas do IPCA de janeiro e fevereiro podem ser de aproximadamente 0,25% e 0,35%, números próximos das previsões do mercado financeiro. A confirmação dessas taxas bem comportadas dependerá do resultado da queda de braço entre o aumento dos preços das *commodities* e o fim do auxílio emergencial. Ainda é cedo para determinar qual desses dois fatores exercerá maior influência sobre a tendência de curto prazo da inflação, mas certamente 2021 exigirá maior atenção da política monetária. Olhando à frente, caberá acompanhar o espalhamento das pressões inflacionárias – monitorando o índice de difusão e as medidas de núcleo de inflação. Sem dúvida esse será um elemento fundamental a considerar na gestão da política monetária este ano.
- **Política monetária – página 15:** Na seção sobre política monetária, o tema é exatamente a difícil decisão sobre quando elevar a taxa de juros. Os que se mostravam preocupados com fatores que indicavam eventual alta das projeções oficiais de inflação estavam corretos. As novas estimativas divulgadas pelo BC mostram que a inflação projetada para o horizonte relevante de política monetária, ponderada de acordo com os sinais dados pelas próprias autoridades monetárias, chegou a um nível “suficientemente próximo” das metas, ponderadas segundo os referidos sinais. Esse era um critério para abandonar o *forward guidance*. E foi exatamente isso o que fez o BC. Daqui por diante, eventual alta da taxa Selic torna-se viável, sem confrontar qualquer sinalização prévia do BC. Contudo, nosso analista acredita ser bem provável que a fraqueza da economia neste início de ano leve o BC a ser bastante cauteloso, evitando eventual movimento precipitado de alta da Selic.
- **Fiscal – página 16:** Na seção fiscal, o tema são as incertezas fiscais para este ano. A licença para gastar se encerrou junto com 2020, mas a pandemia não. O PLOA 2021, apresentado em agosto passado, não abordou, dentro do Orçamento, as reconhecidas demandas sanitárias e sociais geradas pelo coronavírus. Na ausência de um plano factível para endereçar os desafios fiscais existentes, e levando em conta acontecimentos recentes com elevado impacto nas contas públicas, novas reduções são previstas para as despesas de caráter discricionário em 2021. Em que pesem os esforços de contenção das despesas obrigatórias realizados nos últimos anos, esses não foram suficientes para evitar que o cumprimento do teto de gastos dependesse de reduções

expressivas no volume de despesas discricionárias, efeito que levou o custeio e o investimento público federal a níveis historicamente baixos. Sem previsão orçamentária de recursos para continuidade do enfrentamento da COVID-19, assistimos o mundo colocar em prática um dos mais amplos movimentos de vacinação da história, enquanto as incertezas fiscais se multiplicam no cenário econômico brasileiro.

- **Setor Externo – página 18:** Com relação ao setor externo, a análise destaca o papel da China para o desempenho da balança comercial brasileira. Em 2020, a China explicou 70% do superávit comercial do Brasil. Junto com os outros países asiáticos, foi o principal mercado a registrar variação positiva do volume exportado pelo Brasil. A participação da China nas exportações brasileiras superou a soma das fatias dos Estados Unidos e da União Europeia. Em 2021, as vendas de *commodities*, estimuladas pela expansão chinesa, continuarão a determinar o ritmo de crescimento das exportações brasileiras. Soma-se a esse quadro políticas expansionistas pelos Estados Unidos e se espera um ciclo de aumento de preços das *commodities*, que também poderá favorecer a venda de manufaturas brasileiras para os parceiros sul-americanos, exportadores de matérias primas. Esse cenário, porém, ainda é incerto. A vacina traz expectativas favoráveis para o crescimento da economia mundial, mas os riscos persistem. No caso do Brasil, as incertezas políticas e sobre o rumo das reformas econômicas influenciam o câmbio e a deterioração nas relações com os principais parceiros comerciais pode prejudicar as exportações nacionais. De qualquer forma, num primeiro momento, esperamos que a balança comercial continue contribuindo positivamente para mitigar o déficit em conta corrente.
- **Internacional – página 22:** Na seção internacional, o tema é a forte recuperação da economia americana, que, tudo indica, teve um desempenho em 2020 muito melhor do que se imaginava. Segundo o acompanhamento da atividade do Fed de Atlanta, no 4º trimestre a economia cresceu 1,8% ante o trimestre imediatamente anterior. No biênio 20-21, o PIB crescerá 2,4%. Se consideramos que a economia estava a pleno emprego no 4º trimestre de 2019, e que o crescimento potencial é de 1,6%, aproximadamente, no final de 2021 os Estados Unidos estarão 0,8 ponto percentual abaixo da posição cíclica em que se encontravam no 4º trimestre de 2019. Tudo indica que, até meados de 2022, ou um pouco antes, a economia norte-americana voltará ao pleno emprego. A conjunção de um pacote fiscal robusto com a normalização da economia no segundo semestre, em função da vacinação, corrobora essa visão mais otimista para a economia americana. Consequentemente, o risco inflacionário pode ocorrer um pouco antes do que se imagina.
- **Em foco IBRE – página 24:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Livio Ribeiro, o tema é a economia chinesa: “O voo do dragão”.

Atividade econômica

Acomodação da atividade no 4º trimestre precede desaceleração nos primeiros meses de 2021

Silvia Matos e Luana Miranda

Os dados referentes ao bimestre encerrado em novembro refletiram significativa redução do ritmo de crescimento da atividade econômica. Essa acomodação se verificou nos principais setores da economia: a indústria crescia, em média, 3,1% no bimestre encerrado em setembro, mas desacelerou para 1,2% no bimestre seguinte; o crescimento do comércio varejista arrefeceu, em média, de 1,7% para 0,3%, e o dos serviços de 2,6% para 2,2%, utilizando a mesma base de comparação. A perspectiva para dezembro também não é animadora. Nossas projeções apontam crescimento próximo de zero, quando comparado a novembro, nos principais setores da economia.

O Monitor do PIB/FGV registrou crescimento de 1,1% MsM (-0,6% AsA) em novembro. A alta na margem refletiu uma aceleração do crescimento em relação ao registrado em outubro, mas também indica uma acomodação no final do ano, visto que o crescimento médio no bimestre encerrado em setembro havia sido de 1,6%, desacelerando para 0,8% no bimestre seguinte.

A redução do auxílio emergencial no último trimestre de 2020, a aceleração da inflação e o recrudescimento da pandemia são alguns fatores que devem ter contribuído para um menor ímpeto de consumo, tanto de bens quanto de serviços, no final do ano passado.

Diante dos dados referentes a outubro e novembro e de nossas expectativas para dezembro, projetamos crescimento do PIB de 1,9% na comparação com o terceiro trimestre e queda de 2,8% na comparação interanual. Para o ano de 2020, nossa expectativa é de queda de 4,5%, que deve ser seguida de crescimento de 3,5% este ano, como mostra a Tabela 1.

Se, por um lado, os resultados referentes ao quarto trimestre se mostraram melhores do que antecipávamos no Boletim Macro de dezembro, quando esperávamos crescimento de 1,3% TsT (-3,6% AsA) do PIB, por outro a desaceleração ao longo do primeiro semestre deste ano poderá ser mais intensa, o que nos levou a revisar nossa projeção de crescimento para 3,5% em 2021. O aumento do número de casos de Covid-19 representa um risco ao processo

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2020.IV (TsT)	2020.IV (AsA)	2020	2021
Consumo das Famílias	1,8%	-4,9%	-6,0%	3,4%
Consumo do Governo	-1,5%	-6,8%	-5,4%	3,8%
Investimento	10,5%	7,2%	-2,3%	4,8%
Exportação	-0,6%	-3,1%	-1,5%	1,6%
Importação	34,8%	5,7%	-7,7%	4,0%
PIB	1,9%	-2,8%	-4,5%	3,5%
Agropecuária	0,2%	1,0%	2,2%	1,7%
Indústria	1,0%	0,4%	-3,7%	2,9%
Extrativa	-3,8%	-5,7%	1,6%	1,6%
Transformação	3,3%	3,5%	-4,7%	4,2%
Construção Civil	-0,3%	-5,6%	-7,2%	1,0%
Eletricidade e Outros	-1,2%	1,6%	-0,3%	0,9%
Serviços	1,4%	-4,0%	-4,9%	3,5%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

de recuperação econômica vigente, o que pode levar ao retorno de medidas legais de restrição de circulação ou até mesmo a uma redução voluntária da mobilidade, prejudicando diversos segmentos, em especial o setor de serviços.

Pela ótica da oferta, as expectativas referentes ao quarto trimestre para todos os grandes setores da atividade melhoraram em relação ao mês passado. O principal destaque positivo ficou com a indústria, cuja projeção foi revista de -0,5% TsT (-1,5% AsA) para 1,0% TsT (0,4% AsA). Em grande medida, esse movimento altista se deve à indústria de transformação, que registrou crescimento melhor que o esperado em novembro, mas também às menores quedas na margem da construção civil e SIUP (eletricidade e outros).

Os principais destaques do PIB pela ótica da demanda foram as revisões na projeção de crescimento do investimento e das importações. No mês passado projetávamos que as importações cresceriam 7,1% em relação ao terceiro trimestre (-14,5% AsA) e que o investimento se retrairia em 2,3% (-7,7% AsA), na mesma base de comparação. Essas projeções foram atualizadas para 34,8% TsT (5,7% AsA) no caso das importações, e para 10,5% TsT (7,2% AsA) no caso do investimento. Essas fortes revisões são explicadas pela importação de plataformas de petróleo em dezembro. Segundo os dados do ICOMEX, a importação de bens de capital cresceu 253,6% em dezembro, na comparação com o mesmo período do ano anterior, mas, ao excluir as plataformas de petróleo, esse crescimento seria de apenas 10,6%.

O consumo das famílias, por sua vez, deve crescer 1,8% TsT (-4,9% AsA) no quarto trimestre, e se retraindo 6,0% no ano. O crescimento de 3,3% 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 5,7% da massa ampliada de rendimentos.

O crescimento ao longo de 2021 deve ficar concentrado no segundo semestre, enquanto na primeira metade do ano deve haver retração do PIB. Contudo, as incertezas a respeito da evolução da atividade econômica persistem diante do avanço do número de casos de Covid-19 no território nacional, da ausência das políticas de estímulo implementadas ao longo do ano passado e das incertezas quanto à evolução do processo de vacinação no país.

Expectativas de empresários e consumidores

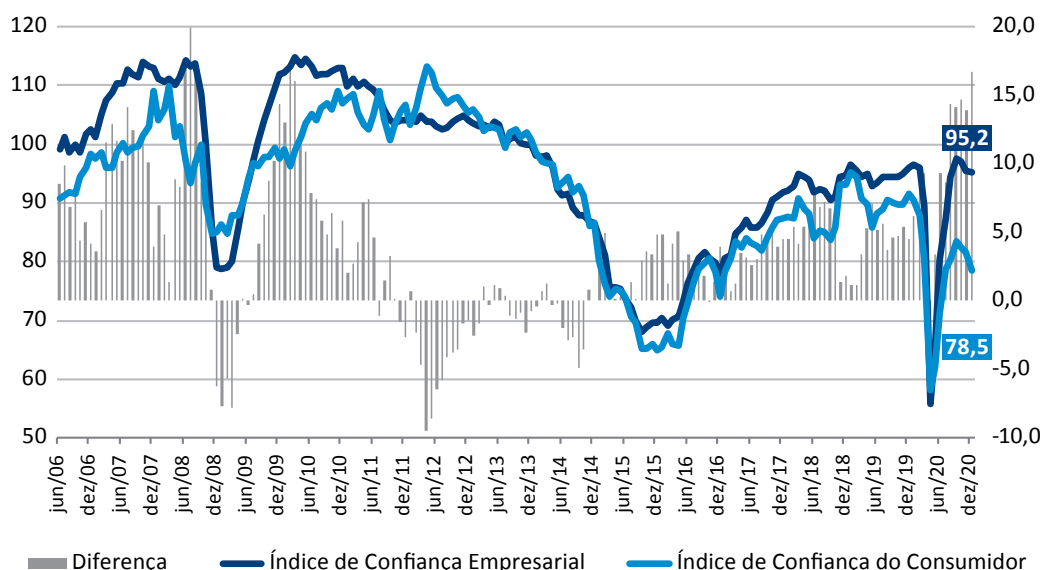
Mercado de trabalho pode ser obstáculo à retomada

Aloisio Campelo Jr, Rodolpho Tobler e Viviane Seda Bittencourt

Os índices de confiança de empresas e consumidores mantiveram em dezembro a tendência de queda iniciada em outubro e fecharam o ano abaixo do nível considerado neutro (inferior a 100 pontos). O Índice de Confiança Empresarial (ICE) caiu 0,4 ponto, para 95,2 pontos, e o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuou 3,2 pontos, para 78,5 pontos. Nos dois casos, a queda da confiança tem sido impulsionada pela piora das expectativas, embora os índices do presente também estejam sinalizando desaceleração no nível de atividade ao final do ano.

Gráfico 1: Confiança de consumidores e empresários

(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

Chama atenção o descolamento de 16,7 pontos entre a confiança empresarial e do consumidor, a maior desde fevereiro de 2010. Naquele momento, outro período de retomada econômica, o descolamento pareceu ter sido uma decorrência da defasagem entre a percepção de melhora do ambiente negócios, pelos empresários, e a percepção de melhora do mercado de trabalho, pelos consumidores. Em outras palavras, os empresários de certa forma anteciparam a melhora de humor dos consumidores.

Em 2021, é difícil dizer se o caminho será semelhante. Além dos fatos que afetam a todos, como o cenário econômico desafiador e a incerteza com relação ao ritmo de atividade econômica, o consumidor está muito preocupado com os rumos da pandemia, com o fim do período de concessão de auxílio emergencial, com a inflação e, principalmente, com o mercado de trabalho. Exceto pela inflação, cuja tendência pode ser de desaceleração nos próximos meses, o destino das outras variáveis é incerto ou tende a ser desfavorável no primeiro semestre.

A preocupação com o mercado de trabalho se justifica. Além da corrente desaceleração da economia, o ritmo de novas contratações pode ser afetado nos próximos meses pelo fim do período de quarentena para as empresas que participaram dos programas emergenciais do governo para manutenção do emprego em 2020. Quesitos extraordinários adicionados às sondagens de dezembro mostraram que mais de 60% das empresas consultadas haviam adotado algum programa emergencial de manutenção do emprego. O risco é maior para o Setor de Serviços, especialmente os Prestados às Famílias, bastante sensível às restrições de circulação que podem retornar nesta segunda onda de Covid-19.

A evolução do mercado de trabalho deve ser bastante heterogênea em termos setoriais. No final de 2020, a indústria continuou sinalizando forte ritmo de atividade, otimismo em relação aos próximos meses e com previsões de contratações para os próximos três meses bem melhores que no mesmo período de 2019 (antes da pandemia). As do Comércio estão um pouco melhores, mas, assim como as da Construção, não muito distantes de 2019. Já nos Serviços, as perspectivas são bem menos favoráveis do que no período anterior à pandemia.

Tabela 2: Saldos de respostas entre previsões de aumento/redução de pessoal ocupado nos três meses seguintes

(Com ajuste sazonal, em pontos percentuais)

	Indústria	Serviços	Comércio	Construção	Empresarial
dez/19	3,2	6,7	9,8	10,4	7,7
dez/20	20,7	-0,3	15,8	11,2	9,2

Fonte: FGV IBRE

Apesar da perspectiva de início da campanha de vacinação no Brasil, o recrudescimento da pandemia e o fim do período de auxílios emergenciais adicionam muita incerteza ao cenário econômico. Consumidores voltam ao mercado de trabalho e percebem a grande dificuldade de se obter emprego. Houve desaceleração da atividade ao final do ano, que pode se intensificar neste primeiro trimestre de 2021. Na indústria, a recuperação se mantém e o setor deve seguir crescendo, até para repor estoques, e a despeito de problemas localizados de escassez de matéria primas. Nesse cenário, as empresas responderão a estímulos de demanda, mas tenderão a continuar cautelosas com relação a decisões de investimentos e contratações.

Mercado de Trabalho

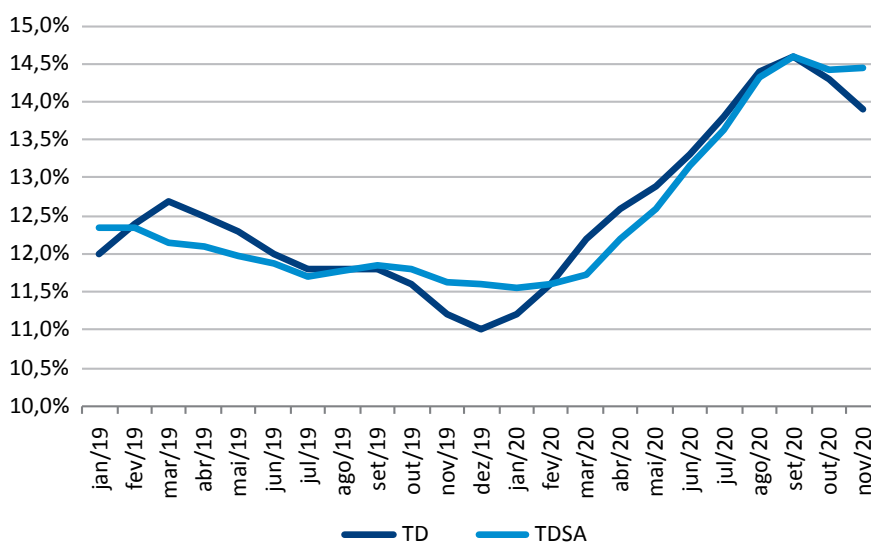
Taxa de desemprego surpreende positivamente, mas aumento mensal da população ocupada perde força, puxado por setor informal

Daniel Duque

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) divulgou sua edição de outubro, com uma inédita queda da taxa de desocupação desde 2019, de 14,6% para 14,3% (14,4% com ajuste sazonal), um movimento que surpreendeu positivamente, estando abaixo do esperado pelo Ibre/FGV (14,8%) e para o mercado. Para novembro, espera-se uma taxa de 13,9%, o que, com ajuste sazonal, representa estabilidade do indicador em relação ao mês anterior.

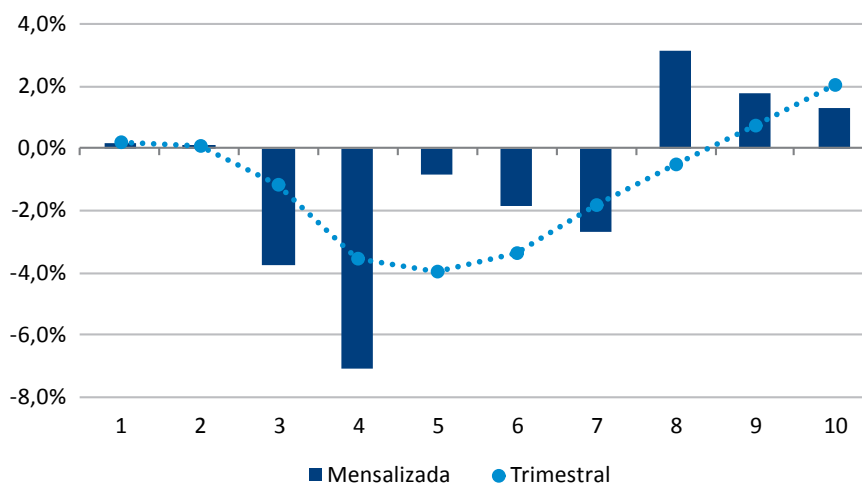
O mês de outubro, na série oficial do IBGE, aparenta mostrar certa aceleração da recuperação no mercado de trabalho, com alta de 2% da população ocupada (PO) em relação ao mês anterior. No entanto, tal resultado é fortemente influenciado pelo caráter de suavização dos trimestres móveis da PNAD Contínua, tendo em vista que os últimos três meses da série foram os primeiros, desde o início da pandemia, com variação positiva, evidenciada na série mensalizada (seguindo a metodologia do Banco Central). Essa coincidência, portanto, teve como consequência a indução de um crescimento maior no último trimestre móvel por efeito estatístico. A magnitude do crescimento mensal, no entanto, vem caindo desde agosto. Em relação a novembro, a PNAD Covid-19 aponta nova desaceleração.

Gráfico 2: Taxa de desemprego 2019-20



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

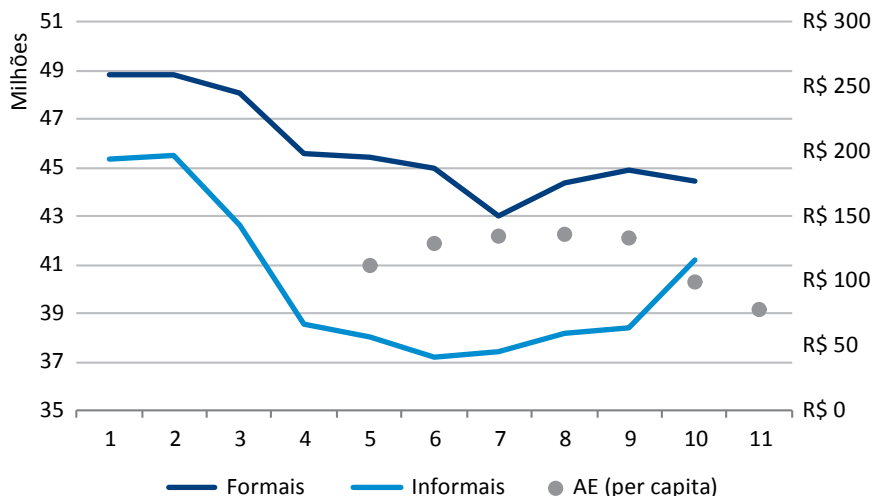
Gráfico 3: Variação mensal da população ocupada, com ajuste sazonal, em trimestre móvel e mensalizada, por mês de 2020



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

Desagregando as tendências da população ocupada por setor, percebe-se que os formais tiveram menor queda e recuperação mais rápida entre julho e setembro – movimento interrompido no último mês. Já os informais tiveram maior redução do contingente de ocupados até junho, além de altas menores até que, em outubro, foi registrada grande elevação, de mais de 2 milhões de ocupados, tendo sido esse setor o único responsável pela variação positiva desse período.

Gráfico 4: Ocupados por setor e Auxílio Emergencial per capita, por mês de 2020



Fonte: PNADC (IBGE) mensalizada com base na metodologia do BC e PNAD Covid-19. Elaboração: FGV IBRE.

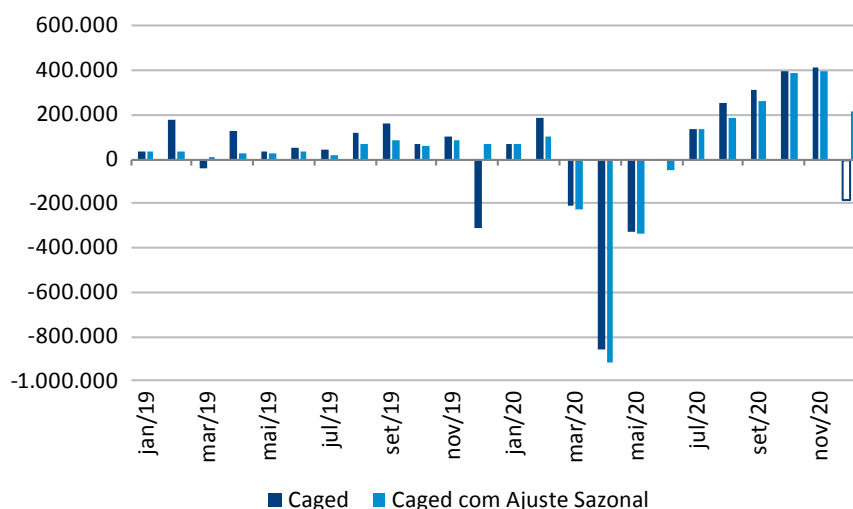
O movimento ainda é coincidente com a forte queda do volume de transferências do auxílio emergencial, tal como mostra a PNAD Covid-19, ao passo que um contingente maior de beneficiários passou da sua última parcela de R\$ 600 para as últimas de R\$ 300. Ainda que não se possa estabelecer qualquer nexo causal com tal conjunto de dados, é possível que, tendo em vista a maior flexibilidade do mercado de trabalho informal – especialmente aquele composto por ocupados por conta própria –, a redução do auxílio emergencial tenha tido importante papel na recuperação desse segmento de trabalhadores, cuja ocupação depende quase exclusivamente da própria participação na força de trabalho.

Tendo em vista as novas reduções esperadas do volume de transferências do auxílio emergencial nos meses seguintes, além do seu fim em janeiro de 2021, podem se esperar novas altas da população ocupada do setor informal. No entanto, tal movimento pode ser limitado pela capacidade de absorção do mercado de trabalho de ocupados por conta própria, concentrado principalmente nos setores de pequenos comércios e serviços tradicionais. O emprego formal, por sua vez, tendo seu nível estagnado entre setembro e outubro na PNAD Contínua, pode apresentar novas altas até o fim do ano, mas será limitado no início de 2021 pela segunda onda, tendo em vista sua maior sensibilidade às restrições legais às atividades econômicas, principalmente de serviços.

Desse modo, espera-se um aumento da população ocupada em 2021 de 1,2% (frente à queda projetada de 7,9% em 2020). A taxa de desocupação deverá ter uma média anual de 15,3% este ano. Desse modo, apesar da alta da PO, a taxa de desocupação estaria quase dois pontos percentuais acima do provável nível médio a ser registrado em 2020.

O Caged, por sua vez, registrou a abertura de 414 mil postos de trabalho com carteira assinada – equivalente a 396,5 mil postos na série dessazonalizada –, influenciada por nova elevação do número de admissões, que mais uma vez ultrapassou o do mesmo mês de 2019. Para novembro, espera-se redução de 188 mil empregos, o que significaria uma criação de 206 mil postos com ajuste sazonal.

Gráfico 5: Saldo de Vagas do Caged 2019-20



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

Os fortes saldos positivos recentes do Caged têm, de forma sistemática, surpreendido positivamente ante as projeções do Ibre e do mercado. Um artigo de Ottoni e Barboza (2020) levantou três hipóteses para tal discrepância, dentre as quais a omissão de desligamentos e a quebra estrutural da série a partir de 2020 em relação à sua metodologia de captação anterior. Os autores afirmam, por fim, que a PNADC nesse contexto se apresentaria como melhor bússola para a situação real do mercado de trabalho.

Referências Bibliográficas

OTTONI, Bruno; BARBOZA, Ricardo. As inquietudes que cercam o mercado de trabalho. **Valor Econômico**. Rio de Janeiro. 29 dez. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/opinia0/coluna/as-inquietudes-que-cercam-o-mercado-de-trabalho.ghtml>

Inflação

Aumento dos preços das *commodities* versus fim do auxílio emergencial: qual será o destino do IPCA em 2021?

André Braz

O aumento dos preços dos alimentos e da energia (via prática da bandeira vermelha patamar 2) elevou a inflação no último mês do ano e contribuiu para que o IPCA fechasse 2020 com alta acumulada de 4,5%, acima da meta de inflação.

A contribuição dos alimentos, ainda que a taxa do grupo tenha registrado desaceleração na passagem de novembro para dezembro (2,5% para 1,7%), foi decisiva para que o IPCA ficasse acima da meta de 4% em 2020.

A influência dos alimentos foi destacada, pois mesmo que não tivesse ocorrido alteração da bandeira tarifária em dezembro, o IPCA teria subido 1%, o suficiente para fazê-lo fechar o ano com alta acumulada de 4,1%, um pouco maior que a meta.

Como visto, a inflação de 2020 foi muito influenciada pelo comportamento do grupo alimentação e bebidas, que respondeu por 60% da inflação acumulada no ano. Em 12 meses, o preço da alimentação no domicílio – grupo majoritariamente composto por itens adquiridos em supermercados – subiu 18,2%.

Ainda que a inflação de 2020 tenha ficado muito concentrada em alimentos, o índice de difusão¹ subiu gradualmente por todo segundo semestre, passando de 54% em julho para 72% em dezembro, mostrando que a inflação estava se espalhando timidamente para outras classes de despesa.

As taxas de variação acumuladas em 12 meses de *serviços livres* (de 0,9% em agosto para 1,7% em dezembro), *bens duráveis* (0% em agosto para 4,5% em dezembro), *bens semiduráveis* (de -1,7% em agosto para -0,1% em dezembro) e *preços monitorados* (de 1,1% em agosto para 2,6% em dezembro) apresentaram consecutivos avanços no segundo semestre. Apesar disso, quase todos os grupos registraram aumentos comedidos, acumulando taxas iguais ou abaixo da inflação de 4,5% do IPCA cheio em 2020. Somente a taxa de *bens não duráveis*, grupo composto majoritariamente por alimentos, ficou muito acima da inflação média, acumulando alta de 13,2% no ano.

Para 2021, segundo Boletim Focus do Bacen, as previsões do mercado financeiro antecipam IPCA em torno de 3,4%, número abaixo da meta de inflação estabelecida para o ano, que é de 3,75%.

Apesar das previsões abaixo da meta para o IPCA, pressões inflacionárias em torno de insumos importantes para a atividade produtiva permanecem. As duas prévias do IGP-M de janeiro mostraram aceleração dos preços ao produtor. *Commodities* agrícolas e industriais, que pressionaram as cadeias produtivas em 2020, devem voltar a registrar aumento no primeiro trimestre de 2021, o que pode impulsionar o IPCA para além do patamar previsto pelo mercado financeiro este ano.

No mercado internacional, os preços em dólar de *commodities* agrícolas importantes subiram expressivamente nos primeiros quinze dias de 2021: trigo (5,3%), soja (7,9%) e milho (9,9%)². Tais movimentos começam a provocar novo ciclo de aceleração do índice ao produtor, de acordo com os resultados das duas prévias do IPA-M de janeiro. *Commodities* metálicas seguem tendência semelhante, principalmente o minério de ferro, que segundo fonte internacional, registrou alta de 7,8% no mesmo período.

Os aumentos registrados nos preços dos grãos também afetam as rações, que, por sua vez, tendem a pressionar os preços das carnes. De acordo com a segunda prévia do IPA-M de janeiro, os preços de animais vivos (bovinos, suínos e aves) estão registrando queda. No entanto, essa tendência pode mudar nas próximas apurações.

Apesar das pressões que começam a influenciar a inflação ao produtor, o Monitor da Inflação Oficial da FGV IBRE antecipa que as taxas do IPCA de janeiro e fevereiro podem ser de aproximadamente 0,25% e 0,35%, números próximos das estimativas já previstas pelo mercado financeiro.

A explicação para taxas bem comportadas está na queda de braço entre o aumento dos preços das *commodities* e o fim do auxílio emergencial. Ainda é cedo para determinar qual desses dois fatores exercerá maior influência sobre a tendência de curto prazo da inflação, mas certamente 2021 exigirá maior atenção da política

¹ Mede o percentual de subitens do IPCA com variação positiva no mês.

² O comportamento dos preços das *commodities* soja, milho e trigo foi obtido a partir do site Macrotrends.

monetária. Observar o espalhamento das pressões inflacionárias – monitorando o índice de difusão e as medidas de núcleo de inflação – será fundamental para determinar o exato momento em que caberá elevar a taxa de juros, sem que isso comprometa a retomada da atividade econômica.

Política monetária

A difícil decisão sobre quando elevar a taxa de juros

José Júlio Senna

Como se sabe, na reunião do Copom de agosto do ano passado, os dirigentes do Banco Central introduziram formalmente a ideia de *forward guidance* (FG). Por esse novo instrumento, o BC sinalizou que não pretendia reduzir o grau de estímulo monetário, não descartando a possibilidade de promover queda adicional da taxa Selic. Em outras palavras, o guidance envolvia uma espécie de “viés de baixa” dos juros de política monetária. Tudo dependente de determinadas condições permanecerem satisfeitas.

Na reunião de dezembro, os dirigentes do BC afirmaram que, naquele ponto do tempo, as condições para a manutenção de sua “prescrição futura” mantinham-se atendidas. Explicaram que, “em particular para o ano de 2021, as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, permanecem abaixo da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária; o regime fiscal não foi alterado; e as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas.”

Mais adiante, o documento do BC deixou claro que, em pouco tempo, o ano calendário de 2021 perderia importância como referência para as ações do BC. Em outras palavras, o ano de 2022 adquiriria importância crescente, logo se tornando a referência relevante. O fato de que as expectativas e projeções de inflação para 2022 já se mostravam em torno da meta significava, então, que em pouco tempo as condições para a manutenção do FG deixariam de estar presentes.

Tal sinalização veio acompanhada da advertência de que eventual retirada do FG não acarretaria uma reação mecânica do BC no sentido de elevação da taxa Selic. Afinal, a conjuntura econômica continuava sugerindo extraordinário estímulo monetário. Sem o FG, a política monetária seguiria o receituário clássico do regime de metas, ou seja, teria por base análise da inflação prospectiva e seu balanço de riscos.

Por certo, não tardaram a surgir especulações sobre a retirada do FG já na primeira reunião do Copom do novo ano. O forte choque inflacionário experimentado pela economia ao longo do segundo semestre de 2020 alimentava tais especulações.

O primeiro encontro do ano foi precedido de muita discussão sobre alguns pontos relevantes relacionados com a decisão a respeito do FG. Os mais importantes aspectos então levantados talvez tenham sido os que menciono a seguir.

Primeiro, o fato de que, embora estável por um bom tempo, a mediana das expectativas Focus foi ajustada no sentido de alta, comparativamente a uma semana atrás. No grupo dos top 5, a alta foi mais acentuada, tendo a previsão se elevado para 3,75%.

Segundo, houve arrefecimento da tendência altista dos preços no nível do produtor, em especial no segmento agro. Contudo, o ritmo de evolução dos IPAs permanece elevado, sendo boas as chances de, no final

do janeiro, indicarem alta de em torno de 2,8%, ao mês, tanto no caso dos produtos industriais, quanto no caso do IPA-agrícola.

Terceiro, o fato de que a inflação em 2020 foi superior ao que o BC previra possivelmente foi visto por muitos analistas como sinal de que as novas projeções oficiais viriam mais “salgadas” do que as anteriores. Na verdade, no decorrer de todo o segundo semestre de 2020, o próprio mercado subestimou a inflação mensal, de modo sistemático e crescente. Referimo-nos às estimativas com um mês de defasagem, divulgadas na pesquisa Focus.

Diante disso, para muitos, a habitual revisão das projeções oficiais poderia indicar níveis projetados de inflação muito próximos das metas oficiais. Lembre-se que, atualmente, ou seja, neste primeiro trimestre do ano, o BC trabalha com a ideia de que a meta de inflação relevante envolve atribuir pesos distintos para 2021 e 2022, sendo três quartos (3/4) para o próximo ano e um quarto (1/4) para 2021. O alvo agora seria, portanto, 3,56%. A partir do segundo trimestre, importará apenas a meta para 2022.

A divulgação do comunicado do Copom referente à primeira reunião do ano, encerrada na quarta-feira dia 20, mostra o quanto era pertinente a preocupação com o ajuste para cima das projeções oficiais de inflação, calcadas no cenário básico. Os novos números geram uma média ponderada pelo critério acima explicitado de 3,45%, número esse bem perto dos tais 3,56%. Com isso, os dirigentes do BC concluíram que as projeções “estão suficientemente próximas” das metas de inflação para o horizonte relevante de política monetária. Fiel ao critério largamente sinalizado para o mercado, o BC abandonou o *forward guidance*.

Doravante, diz o BC, as próximas ações de política monetária seguirão “a análise usual do balanço de riscos para a inflação prospectiva”. No exame do referido balanço, o BC permanece vendo fatores de risco em ambas as direções. Embora a conclusão continue indicando um viés altista da inflação, comparativamente ao projetado, a fraqueza da economia neste início de ano muito possivelmente fará com que o BC seja bastante cauteloso, evitando eventual movimento precipitado de alta da Selic. A fraqueza da economia poderá persistir por pelo menos todo o primeiro semestre.

Fiscal

As pendências do Orçamento de 2021: o ano muda, mas as incertezas fiscais ficam

Juliana Damasceno e Matheus Rosa Ribeiro

A licença para gastar se encerrou junto com o ano de 2020, mas a pandemia não. Desde a apresentação do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) para este novo ano, em agosto passado, algumas interrogações rondam o cenário fiscal de 2021, somando-se à incerteza já garantida pela pandemia ainda em curso. A não publicação da lei orçamentária até 31 de dezembro garantiu a execução provisória do projeto de lei neste início de ano, de acordo com o estabelecido na LDO. No entanto, o distanciamento da PLOA 2021 em relação às demandas sanitárias e sociais instauradas pelo coronavírus adiou um plano factível para os desafios fiscais existentes à época, tendo estes sido reforçados por novos acontecimentos de impacto fiscal expressivo nos últimos meses. Sem previsão de gastos extraordinários para continuidade do enfrentamento direto da COVID-

19, seja com insumos ou com a vacina, as incertezas fiscais se multiplicam enquanto o horizonte continua sem dar pistas sobre o fim dessa crise.

Dos últimos dez anos, apenas dois se encerraram sem que houvesse votação do Orçamento ainda dentro do ano anterior, com suas respectivas leis sendo publicadas apenas em abril (de 2013 e 2015). Até sua aprovação, e justamente enquanto o mundo se lança a um dos mais amplos movimentos de vacinação da história, novas questões fiscais prometem aumentar o já penoso desafio de aprovar um orçamento que concilie um teto de gastos executável e reduções adicionais nas despesas discricionárias. Uma emenda modificativa do Orçamento, com novo corte nas discricionárias, deverá ser apresentada, incluindo, dentre outros itens, o reajuste do salário mínimo com base no nível verificado para o Índice Nacional de Preços (INPC), acima do previsto. Ainda que, em anos anteriores, tais cortes também tenham sido realizados, a situação se sobressai em 2021, dado que a pressão inflacionária no segundo semestre de 2020 gerou descasamento representativo entre o índice de reajuste do teto (IPCA acumulado em 12 meses de junho de 2020) e o índice de reajuste das despesas indexadas ao INPC (INPC acumulado em 2020).

Entre o projeto de lei orçamentária (PLOA 2021) de agosto e a lei de diretrizes orçamentárias (LDO 2021), já houve redução de R\$ 96 bilhões para R\$ 84 bilhões nas despesas discricionárias orçadas. Além desse corte, a nova previsão da equipe econômica em meados de dezembro era a de um INPC encerrando o ano em 5,26% – elevando o salário mínimo para R\$ 1.100 e antecipando a necessidade de um ajuste extra nas despesas na ordem de R\$ 4,2 bilhões. Agora em janeiro, a divulgação do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) do INPC acumulando alta de 5,45% no ano passado acendeu novo alerta para redução das discricionárias, possivelmente para valores abaixo de R\$ 70 bilhões.

Permanece pendente, dessa forma, a demonstração de viabilidade desse novo nível de despesas discricionárias, garantindo que tal volume será suficiente para o funcionamento mínimo da máquina pública. O estabelecimento do teto de gastos da emenda constitucional (EC) 95/16 teve por objetivo estimular reformas que alterassem a dinâmica das despesas obrigatórias no médio e longo prazo, ancorando o crescimento das despesas primárias à inflação. Ainda que tenham sido observados esforços de contenção nas despesas obrigatórias nos últimos anos, estes não foram suficientes para evitar que o cumprimento do teto dependesse de reduções no volume de discricionárias para níveis extremamente diminutos. Adicionalmente, o avanço do orçamento positivo nos últimos anos minorou a autonomia da aplicação de recursos discricionários pelo Executivo, destinando de forma mandatória parte do orçamento discricionário às emendas individuais, a partir da EC 86/2015, e às emendas de bancada estadual, a partir da EC 100/2019.

Dentro de tal processo de diminuição do orçamento discricionário, espera-se nova redução nas despesas com custeio e investimento público na União, já em níveis historicamente baixos. O gráfico 6 apresenta a tendência de contração das despesas com custeio nos últimos anos. Além disso, desde 2014, o investimento anual do Governo Central não consegue sequer recompor as perdas de depreciação de capital³. Esse contexto faz com que a possibilidade de cortes adicionais de custeio e investimento impostos pelo menor orçamento discricionário sejam preocupantes, podendo acentuar o desinvestimento líquido e levar a gestão da máquina pública a limites mínimos no custeio, questionáveis quanto à sua factibilidade. O papel estratégico dos gastos públicos com investimento, principalmente na área de infraestrutura, perde cada vez mais espaço para uma rubrica de caráter residual, ajustada de acordo com as necessidades de um teto que, cedo ou tarde, cobrará ajustes em seu desenho técnico.

³Fonte: Estatísticas fiscais trimestrais do Governo Geral, Tesouro Nacional.

Enquanto o orçamento não é aprovado e os números da pandemia seguem em escalada, novas e antigas questões fiscais se acumulam à mesa, sem indícios de um planejamento estratégico capaz de evitar: i) o fatídico *shutdown* da máquina pública no curto prazo; ii) o colapso das âncoras fiscais no médio prazo; e iii) o desembarque da sustentabilidade fiscal no longo prazo.

Gráfico 6: Despesa de custeio administrativo do Poder Executivo

valores acumulados em 12 meses em R\$ mi de novembro de 2020 (IPCA)



Fonte: Série Histórica do Boletim de Custeio Administrativo, do Tesouro Nacional. Inclui despesas obrigatórias.

Setor Externo

China respondeu por cerca de 70% do superávit da balança comercial em 2020. Em 2021, dependência continua

Lia Baker Valls Pereira

Em 2020, o superávit da balança comercial foi de US\$ 50,9 bilhões, o valor do investimento estrangeiro no país foi de US\$ 33 bilhões (jan-novembro) e o PIB deverá recuar em 4,7%, segundo a projeção do Boletim Macro do Ibre. Nesse cenário, o único resultado animador foi o superávit comercial, que contribuiu para a queda do déficit em conta corrente num momento de retração da entrada de capital no país.

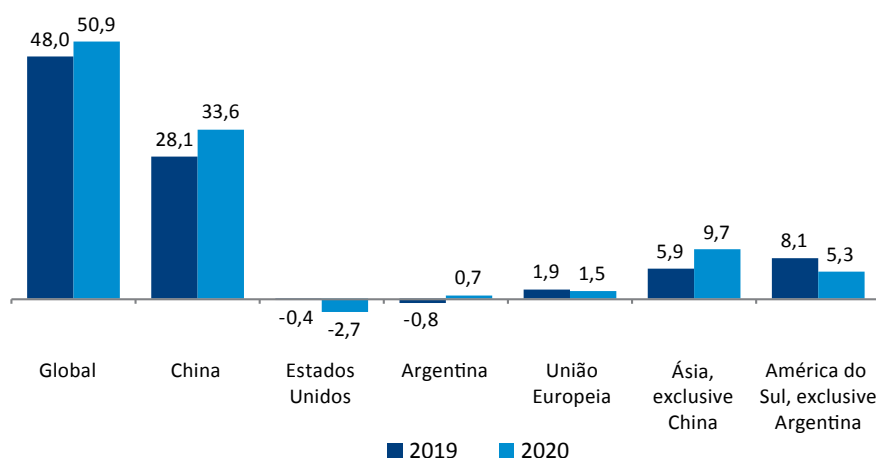
A recessão global provocada pela pandemia levou à queda do volume no comércio mundial de mercadorias. Segundo estimativas da Organização Mundial do Comércio (OMC), o volume do comércio mundial irá recuar 9,2% em 2020 em relação a 2019. Esse número, porém, pode ser revisto para baixo, pois não incorporou os novos *lockdowns* com a segunda onda da pandemia. Independente dessa revisão, o efeito comum da pan-

demia no comércio de todos os países foi de retração nas exportações e importações. No entanto, a magnitude desses recuos depende da estrutura da pauta de comércio exterior dos países. Aqui tratamos apenas do comércio de mercadorias e, nesse caso, o Brasil se destaca pela composição das suas exportações concentrada em *commodities* direcionadas para a China.

Para o superávit da balança comercial de US\$ 50,9 bilhões, a China contribuiu com US\$ 33,6 bilhões (Gráfico 7). Observa-se que, entre os nossos principais parceiros, a contribuição dos Estados Unidos foi negativa e a da União Europeia, com saldo positivo de US\$ 1,5 bilhão, foi inferior à dos países da América do Sul (inclusive Argentina), no valor de US\$ 6 bilhões, e do restante da Ásia (US\$ 9,7 bilhões).

Gráfico 7: Saldos da balança comercial em US\$ bilhões: 2019 e 2020

principais parceiros



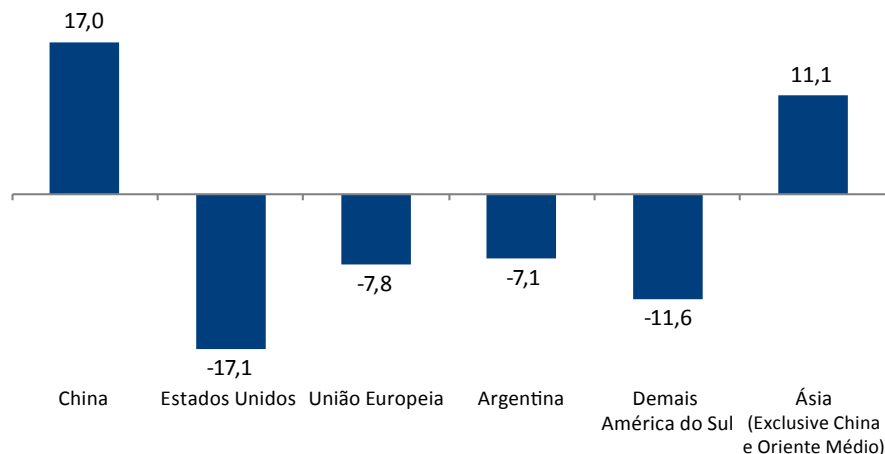
Fonte: Balança comercial/Ministério da Economia

Ressalta-se que a China e os demais países asiáticos foram os únicos a registrarem variação positiva no volume exportado pelo Brasil no ano de 2020 (Gráfico 8). Para os outros principais parceiros do Brasil, as vendas externas brasileiras recuaram entre 2019 e 2020. O desempenho favorável para o mercado asiático levou a que a participação dessa região no total das exportações brasileiras atingisse 47,2%, sendo o percentual da China de 32,3%. A parcela da China superou a soma dos percentuais da União Europeia (13,5%) e dos Estados Unidos (10,2%).

No caso das importações, a participação da China (21,4%) é maior que a dos Estados Unidos (15,2%) e da União Europeia (16,9%), separadamente. Se observamos, porém, a participação da Ásia (33,4%), esta superou a soma dos dois maiores parceiros do Brasil, depois da China.

O aumento do volume exportado para a Ásia não foi o suficiente para compensar o recuo observado nos outros mercados. Em termos de valor, as exportações recuaram 6,9% e as importações, 10,4%. A melhora no saldo comercial, portanto, deve-se mais à queda nas importações impulsionada pela recessão do que ao desempenho das exportações.

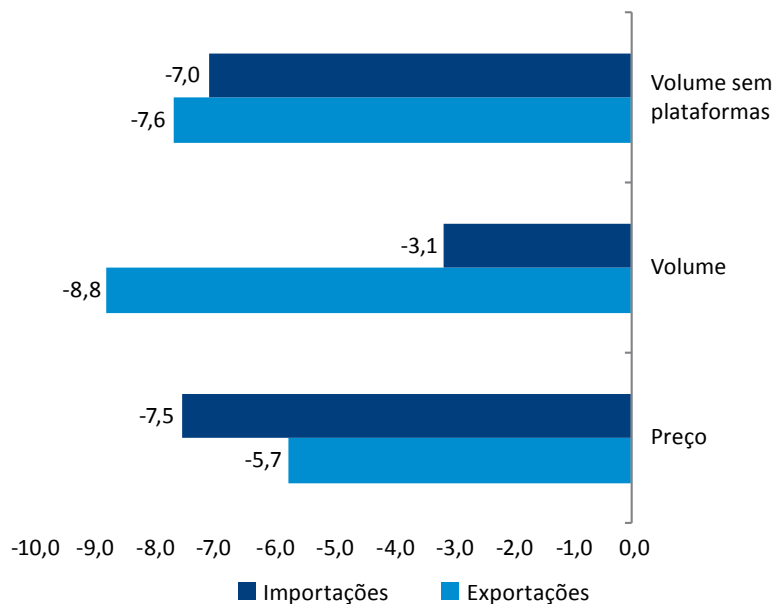
Gráfico 8: Variação (%) no volume exportado para os principais parceiros do Brasil: 2019/2020



Fonte: SECEX. Elaboração IBRE/FGV-Índices de Comércio Exterior (ICOMEX).

A análise dos índices de comércio exterior mostra, porém, que o maior recuo nas importações foi liderado pela queda dos preços (Gráfico 9). Com a inclusão das plataformas de petróleo, o volume exportado caiu 8,8% e o das importações, 3,1%. Com a exclusão das plataformas, a diferença entre os dois volumes diminuiu: exportações (-7,6%) e importações (-7,0%). A recessão mundial puxou para baixo os preços dos produtos importados. Os preços exportados, porém, caíram menos, o que é explicado pela demanda chinesa, que sustentou e contribuiu para a alta das *commodities*.

Gráfico 9: Variação (%) nos índices de preços e volume das exportações e importações: 2019/2020



Fonte: Siscomex/Ministério da Economia. Elaboração IBRE/FGV-Índices de Comércio Exterior (ICOMEX).

O que esperar para 2021?

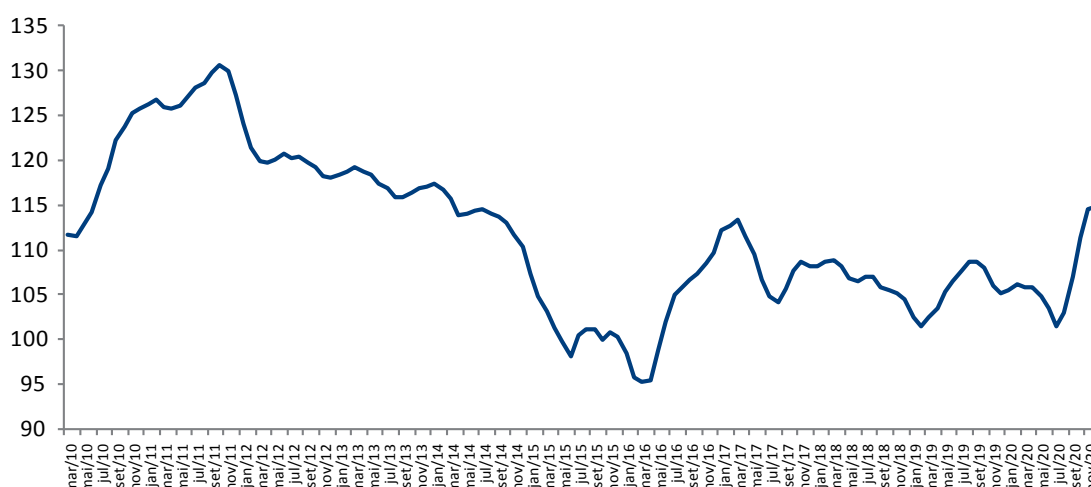
As incertezas associadas à pandemia ainda não foram dissipadas no cenário mundial e no Brasil. Alguns pontos, porém, sugerem condições positivas para as exportações brasileiras.

O primeiro se refere ao aumento nos preços das *commodities*, que já começou a ser observado no segundo semestre de 2020 e se refletiu na melhora dos termos de troca, a partir de julho do ano passado (Gráfico 10). Os investimentos chineses em novos projetos de infraestrutura demandaram compras de minério de ferro e cobre. Ademais, os preços de alguns produtos alimentícios, como soja, carne e trigo, subiram com as retrações de oferta devido a secas e aos efeitos que ainda perduraram da crise suína na China. Observa-se que a vitória de Biden poderá intensificar as políticas expansionistas e, com elas, o enfraquecimento do dólar, que sempre é acompanhado do aumento dos preços de *commodities*.

A melhora nos termos de troca, associada aos preços de *commodities*, também ajuda as exportações brasileiras de manufaturas para os parceiros sul-americanos exportadores de matérias primas.

Mas para que o Brasil continue sendo um dos líderes nas vendas de *commodities*, especialmente agrícolas, o governo deve priorizar sua política ambiental e climática. Além de Emmanuel Macron, o presidente francês, o presidente norte-americano Joe Biden também deverá focar na pauta ambiental, assim como a China.

Gráfico 10: Termos de troca - média móvel trimestral



Fonte: Siscomex/Ministério da Economia. Elaboração IBRE/FGV-Índices de Comércio Exterior (ICOMEX).

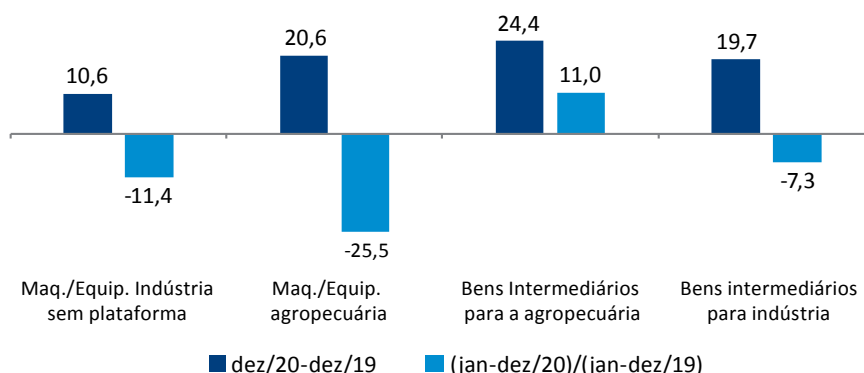
O segundo ponto positivo para as exportações brasileiras se refere à desvalorização da taxa de câmbio real, de 41% entre dezembro de 2019 e outubro de 2020, que favoreceu as exportações, inclusive da indústria de transformação, que registou variações interanuais positivas a partir de novembro de 2020.

O câmbio da moeda brasileira continuou instável entre outubro e dezembro de 2020, e a taxa efetiva real valorizou-se 9,2%. Essa valorização não criou um viés antiexportador, mas, para as decisões do comércio exterior, muita volatilidade cambial não é bem-vinda. Como vai se comportar o câmbio em 2021? Não fazemos projeções, mas chamamos atenção de que fatores domésticos associados ao desempenho do governo no programa de vacinação e ao avanço ou não das reformas tributária, administrativa, além de questões políticas, poderão ou não contribuir para um acirramento da instabilidade cambial.

Do lado das importações, o Gráfico 11 mostra, na comparação interanual de dezembro, aumento em todas as categorias de uso da indústria, sinal de retomada do nível de atividade da economia. A projeção para o crescimento do PIB para 2021 do Relatório Focus é de 3,4% (8/01/2021) e a do IBRE é de 3,6% (dezembro 2020). Se corretas as projeções, será esperado um aumento das importações, na hipótese de um cenário de estabilidade cambial.

As condições são muito incertas. O fato a destacar é que existe um possível cenário externo positivo, se a pandemia começar a ser controlada. No front doméstico, porém, as incertezas políticas e sobre o rumo das reformas econômicas influenciam o câmbio, e a deterioração nas relações comerciais com os principais parceiros pode prejudicar as exportações brasileiras. De qualquer forma, num primeiro momento, esperamos que a balança comercial continue contribuindo positivamente para a redução do déficit em conta corrente. Num cenário otimista (externo e doméstico), a balança comercial poderia chegar a um superávit ao redor de US\$ 50 bilhões. Observa-se, porém, que essa é uma “projeção qualitativa”. Esperemos o modelo Ibre para abordarmos as novas projeções para 2021.

Gráfico 11: Variação (%) no volume importado das máquinas/equipamentos e de bens intermediários utilizados na agropecuária e na indústria



Fonte: Siscomex/Ministério da Economia. Elaboração IBRE/FGV-Índices de Comércio Exterior (ICOMEX).

Internacional

Economia americana em 2021: forte recuperação

Samuel Pessôa

O ano de 2020 fechou e tudo indica que o desempenho da economia americana foi muito melhor do que se imaginava. Segundo o acompanhamento da atividade do Fed de Atlanta, no 4º trimestre a economia cresceu 1,8% ante o trimestre imediatamente anterior. A queda no ano será de 3,3% (meu prognóstico a partir do GDP-now, do Fed de Atlanta, para o 4º trimestre) –, bem menor, por exemplo, do que a previsão do Goldman Sachs – a casa que manteve ao longo do ano cenário mais otimista – em junho, de queda de 6,5%.

Como a recuperação foi muito forte no segundo semestre, após o colapso da economia no 2º trimestre, o ano terminará com a economia rodando a um nível superior à média anual. Se o crescimento ao longo de 2021

for nulo, o PIB norte-americano rodará o ano no mesmo nível do 4º trimestre de 2020, que, como vimos, foi superior à média de 2020. Assim, mesmo se crescer zero ao longo de 2021, haverá um crescimento da média de 2021 ante a média de 2020. Esse resíduo de crescimento é chamado de carregamento estatístico de 2020 sobre 2021 e, segundo as estimativas do Fed de Atlanta, será de 2,6%.

O candidato democrata foi eleito e conseguiu maioria limite no Senado: há 50 senadores republicanos; 48 democratas e 2 independentes que em geral votam com os democratas. O voto de desempate no senado é da vice-presidente. Essa maioria mínima não é suficiente para alterar a Constituição e também não é suficiente para medidas mais estruturantes, como, por exemplo, leis eleitorais, entre outras, que dependem de aprovação de 60% das Casas para serem pautadas. Mas é suficiente para aprovar orçamento com aumento de gastos. Orçamento é tema que naturalmente é pautado ano a ano.

As perspectivas para a recuperação da economia americana são muito positivas. O Goldman Sachs, a casa que tem mais acertado, projeta que o crescimento dos Estados Unidos em 2021 será de 6,4%, isto é, quase 4 pontos percentuais (pp) acima do carregamento estatístico. Assim, no biênio 20-21, o PIB crescerá 2,4%. Se consideramos que a economia estava a pleno emprego no 4º trimestre de 2019 e que o crescimento potencial é de 1,6%, aproximadamente, no final de 2021 os Estados Unidos estarão 0,8 pp abaixo da posição cíclica em que estavam no 4º trimestre. Tudo indica que, até meados de 2022, ou um pouco antes, a economia norte-americana voltará ao pleno emprego.

Esse otimismo se consolidou com o anúncio do pacote fiscal de US\$ 1,9 trilhão para 2021. O pacote corresponde a 9% do PIB. Para se ter uma ideia da dimensão, segundo a base de dados que compila os pacotes fiscais mundo afora executados em função da epidemia, <http://web.boun.edu.tr/elgin/COVID.htm>, o Tesouro norte americano gastou – na forma de gasto público, desoneração de impostos, e garantias para empréstimos – algo como 14% do PIB.

A conjunção de um pacote fiscal robusto com a normalização da economia no 2º semestre em função da vacinação corroboram essa visão mais otimista para a economia americana. Minha aposta é que o risco maior é aparecer um processo inflacionário um pouco antes do que se imagina – maior do que aquele de a economia cair em recessão.

A economia dos Estados Unidos, bem como outras do hemisfério norte, tem vivido equilíbrio macroeconômico próximo da situação de estagnação secular: as pressões deflacionárias são muito fortes e a política monetária não consegue sozinha colocar a economia crescendo a pleno emprego.

A epidemia trouxe a justificativa que faltava para uma política fiscal compatível com a estagnação secular. A recuperação da economia americana será muito diferente da lenta normalização do mercado de trabalho que observamos na década em seguida à grande crise financeira global de 2008.

Em foco IBRE

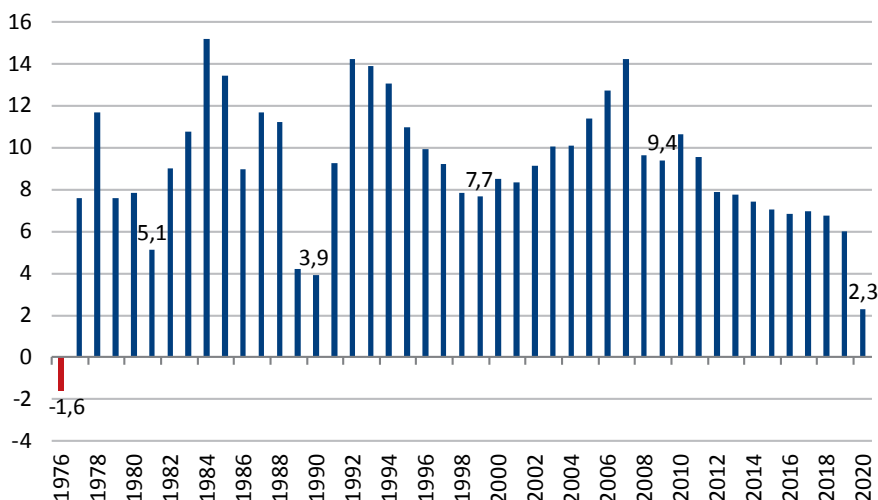
China: O voo do dragão

Lívio Ribeiro

Na seção em Foco do Boletim Macro de out/20, destacamos que, apesar de certa surpresa negativa com o resultado do PIB no 2020.T3, a China encontrava-se em posição privilegiada em comparação a outras grandes economias globais. Características institucionais, sociais e econômicas corroboravam uma recuperação mais rápida e intensa do choque da Covid-19 – poupança elevada, composição setorial mais favorável (menos serviços e mais indústria), estímulos voltados à “Velha China” (o tripé crédito, investimentos e construção civil) e maior tolerância ao controle social indicavam que a China sairia da crise relativamente mais rápido e, potencialmente, mais forte.

Os recém divulgados resultados do PIB chinês confirmaram essa expectativa, com uma expansão de 2,3% em 2020. Apesar de essa taxa de crescimento ser a mais baixa desde 1976, ela foi superior às expectativas de mercado (2,0%). A China será uma das pouquíssimas economias – e a única relevante – a registrar crescimento durante o período mais intenso da pandemia. O comportamento histórico do PIB chinês, ressaltando os principais eventos de crise⁴ observados desde 1976, pode ser observado no gráfico abaixo.

Gráfico 12: Crescimento anual do PIB chinês



Fonte: CEIC.

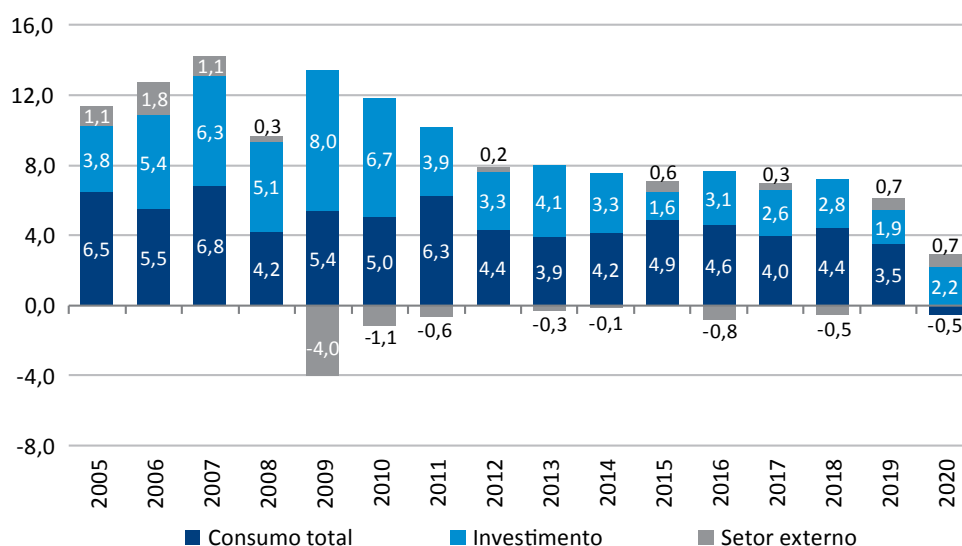
É inequívoco que o “bom” resultado de 2020 representou, ao menos pontualmente, uma volta à “Velha China”. A transição de modelo econômico na direção do mercado interno e do consumo foi deixada em segundo plano, até mesmo devido aos impactos setoriais assimétricos da Covid (muito mais severa em consumo e

⁴Os eventos foram os seguintes: (i) 1976: morte de Mao Zedong e fim do regime da “Gangue dos Quatro”; (ii) 1981: período inicial de ajuste sob Deng Xiaoping; (iii) 1998/1999: crise financeira asiática; (iv) 2008/2009: crise financeira global; e (v) 2020: pandemia da Covid-19.

serviços). Na dificuldade, os governantes chineses não inventaram: os estímulos ao investimento, à construção civil e ao setor estatal retiraram a economia de uma trajetória contracionista.

A importância da “Velha China” salta aos olhos quando analisamos o comportamento do PIB anual pela ótica da demanda. A contribuição dos investimentos ao crescimento foi marcante no ano passado, respondendo por praticamente a totalidade do resultado anual. O setor externo também teve participação relevante, com contribuição equivalente à registrada em 2019 (que, por sua vez, foi elevada para a história recente). A nota dissonante veio da contribuição negativa do consumo (público e privado), um resultado claramente excepcional e nunca registrado na série histórica disponível (desde 1978). A contribuição recente dos componentes da demanda pode ser observada no gráfico abaixo.

Gráfico 13: Contribuição ao PIB anual – ótica da demanda

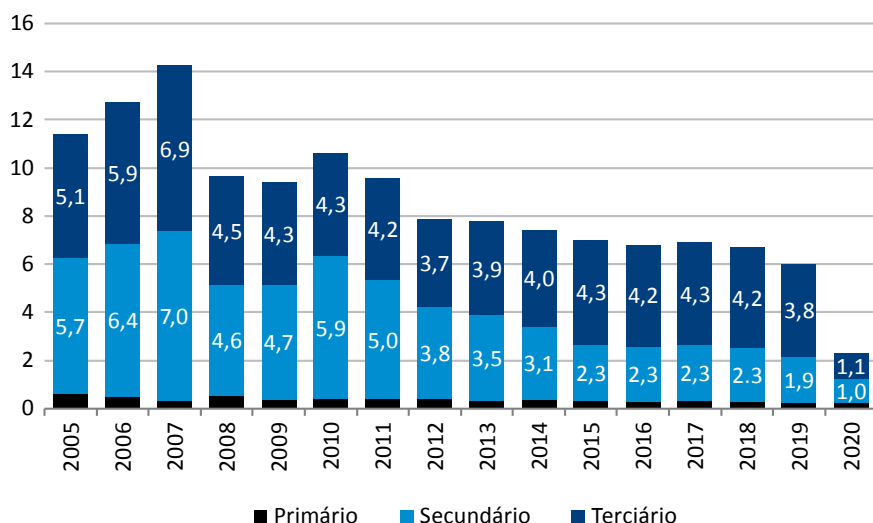


Fonte: NBS.

A proeminência da “Velha China” também é observada nos resultados do PIB pela ótica da oferta, ainda que de forma um pouco mais indireta. Como se pode observar no gráfico abaixo, as contribuições dos setores secundário (indústria e construção civil) e terciário (serviços) ao crescimento de 2020 foram praticamente idênticas, e, em ambos os casos, bem menores do que as registradas anteriormente. O descolamento para a “Velha China” se deu em termos relativos; a contribuição do setor secundário foi comparativamente muito maior do que a observada nos últimos cinco anos, aproximando-se do desempenho anterior ao início do mandato de Xi Jinping (2012 em diante).

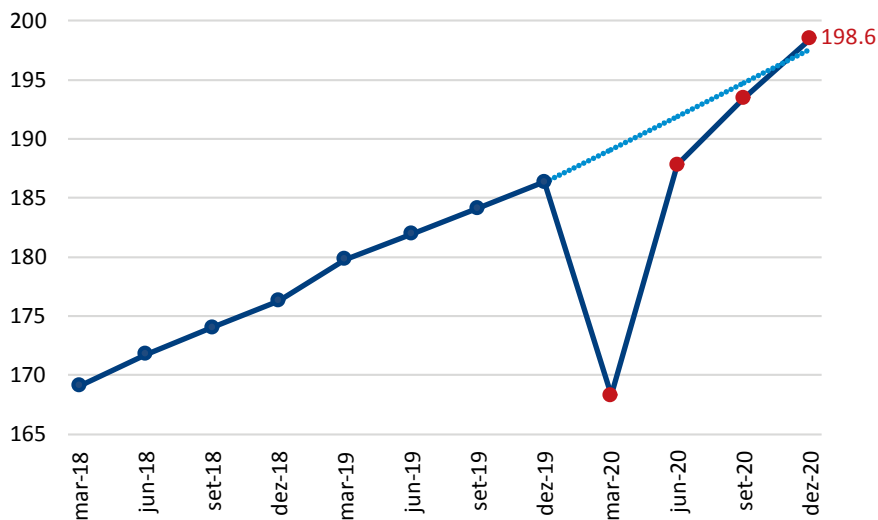
Para além dos dados anuais, o comportamento do PIB chinês durante 2020 merece dois comentários adicionais. Em primeiro lugar, é importante reconhecer que a China conseguiu, *de facto*, promover uma recuperação “em V”. Se, por um lado, é verdade que foi desbalanceada (como vimos, com aumento relativo da “Velha China”) e que reverteu parte do processo estrutural de transição econômica, por outro lado foi completa – em nível (dessazonalizado), o PIB chinês já superou o máximo pré-Covid durante 2020.

Gráfico 14: Contribuição ao PIB anual – ótica da oferta



Fonte: NBS.

Gráfico 15: PIB chinês em nível (índice trimestral, ajustado sazonalmente, 2010.T4=100)



Fonte: NBS, com cálculos próprios.

Em segundo lugar, e implícito no gráfico acima, houve importante aceleração da taxa de crescimento interanual durante o segundo semestre de 2020. Isso foi particularmente verdadeiro no 2020.T4, com expansão de 6,5% AsA – número superior às expectativas de mercado (6,2% AsA). Uma visão geral das taxas de expansão interanual dos principais componentes do PIB (pela ótica da oferta) pode ser observada na tabela a seguir.

Tabela 3: Taxas de expansão AsA, setores selecionados

	2019.T4	2020.T1	2020.T2	2020.T3	2020.T4
Primário	3,4	-3,2	3,3	3,9	4,1
Secundário	5,8	-9,6	4,7	6,0	6,8
Indústria manufatureira	5,9	-10,2	4,4	6,1	7,3
Construção civil	5,3	-17,5	7,8	8,1	6,6
Terciário	6,6	-5,2	1,9	4,3	6,7
Transporte e armazenagem	6,3	-14,0	1,7	3,9	7,6
Comércio	5,4	-17,8	1,2	3,1	6,3
Acomodação e alimentação	6,2	-35,3	-18,0	-5,1	2,7
Intermediação financeira	7,0	6,0	7,2	7,9	7,0
Atividades imobiliárias	2,5	-6,1	4,1	6,3	6,7
Tecnologia da informação	15,6	13,2	15,7	18,8	19,7
Leasing e serviços comerciais diversos	9,9	-9,4	-8,0	-6,9	2,2
Outros serviços prestados	6,0	-1,8	-0,9	2,3	4,5
PIB	6,0	-6,8	3,2	4,9	6,5

Fonte: NBS e CEIC.

Dando sequência ao que já fora observado no trimestre anterior, as leituras do 2020.T4 mostraram uma progressiva normalização da atividade e um desempenho intersetorial mais homogêneo. Praticamente todos os setores e subsetores registraram aceleração da taxa de crescimento no último trimestre de 2020, com notáveis exceções na construção civil e na intermediação financeira – ainda que, em ambos os casos, tenha ocorrido somente uma acomodação e que seus desempenhos permaneçam mais fortes do que os observados ao final de 2019.

Há desempenhos específicos que merecem comentários adicionais. A expansão de 6,8% AsA do setor secundário foi a mais forte desde o 2014.T3, sendo puxada principalmente pelo crescimento de 7,3% AsA da indústria manufatureira. Já o setor terciário teve crescimento de 6,7% AsA ao final de 2020, retomando a velocidade observada no encerramento de 2019. Tal comportamento é relevante se lembrarmos que, por excelência, é nesse setor em que são percebidos os impactos econômicos mais profundos e persistentes da Covid-19.

Em conclusão, as aberturas do PIB trouxeram inúmeras evidências de maior difusão e de aceleração robusta do crescimento ao final de 2020. Nenhum subsetor registrou contração interanual. Isso ocorreu, inclusive, nos subsetores terciários mais afetados pela pandemia – depois de intensas contrações durante a maior parte de 2020, “acomodação e alimentação” e “leasing e serviços comerciais diversos” voltaram à expansão, ainda que com taxas relativamente tímidas.

Como os resultados de 2020 afetam nossas perspectivas para 2021? Ainda não temos qualquer informação de alta frequência disponível para o início deste ano, de forma que nossas projeções possuem, naturalmente, um grau de imprecisão mais elevado. É possível, no entanto, já garantir que o crescimento de 2021 será forte – seja porque a base comparativa é favorável, seja porque, com a forte aceleração do segundo semestre de 2020, o carregamento estatístico para este ano será, segundo nossas estimativas, de 6,1p.p.

Nossa projeção mais recente, já incorporando os resultados de 2020, indica crescimento de 9,2% para o PIB de 2021. Nossa estimativa é mais elevada do que a mediana das expectativas de mercado (pouco acima de 8,5%) e reflete, especialmente, um resultado mais forte no primeiro semestre do ano (com absoluto destaque para a estimativa de crescimento de 18,2% AsA no 2021.T1, superior ao 17,5% AsA estimado pela mediana dos analistas).

Nesse sentido, nossa projeção traz, na verdade, duas dinâmicas bem distintas para o crescimento durante 2021. No primeiro semestre do ano, a base comparativa favorável deve levar a uma expansão média superior a 13,0% em relação ao primeiro semestre de 2020. Já no segundo semestre, devemos observar uma normalização das taxas de crescimento, ao menos para o padrão chinês (média de crescimento pouco superior a 5,5% em comparação ao segundo semestre de 2019).

Sempre procuramos construir nossas projeções de maneira centrada, com balanço de riscos que envolve tanto realizações favoráveis quanto desfavoráveis. Para ajudar a definir esses vetores (conflitantes), o comportamento dos principais indicadores de atividade em alta frequência é relevante. Uma visão geral dessas informações, durante o segundo semestre de 2020, pode ser observada na tabela abaixo.

Tabela 4: Indicadores mensais selecionados (AsA)

	2020.T3			2020.T4		
	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Produção industrial	4,8	5,6	6,9*	6,9	7,0	7,3*
Transformação	6,0	6,0	7,6	7,5	7,7	7,7*
Extrativa	-2,6	1,6	2,2	3,5	2,0	4,9*
Varejo (real)**	-3,7	-1,9	1,6*	3,8	5,5	4,4*
Bens	0,2	1,5	4,1*	4,8	5,8	5,2*
Refeições (alimentação)	-11,0	-7,2	-2,9*	0,8	-0,6	0,4*
Investimento em ativos fixos	6,0	7,6	7,6*	9,3	9,7	5,6*
Novas construções	11,3	2,4	-1,9*	3,5	4,1	6,3*
Vendas imobiliárias	9,5	13,7	7,3*	15,3	12,1	11,5*
Crédito bancário***	23,3	14,1	9,9*	18,8	11,0	-0,9
Crédito amplo****	31,4	63,4	38,3*	60,5	7,1	-21,9

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

Do lado positivo, houve evidente aceleração dos indicadores de produção industrial, construção civil, varejo real e vendas imobiliárias no último trimestre do ano. Ainda que a recuperação tenha sido heterogênea entre os setores (mais forte na indústria e na construção, não por acaso associados à “Velha China”), é difícil não argumentar que a virada de 2020 para 2021 se dará com sinais pujantes advindos dos principais indicadores de atividade. A melhora no momentum da economia aumenta o carregamento estatístico para o início de 2021 e parece garantir, inclusive porque a base de comparação será favorável, um importante crescimento no início do ano (pelo menos). Uma retomada mais intensa da demanda global, com aceleração da vacinação em massa, é outro risco positivo que não deve ser esquecido.

Há de se ressaltar, também, que a China continua com relevantes graus de liberdade para acomodar uma eventual desaceleração mais intensa do crescimento, se assim for de seu interesse. A inflação permanece baixa,

com preços encerrando 2020 praticamente estáveis em relação ao ano anterior. Há espaço de manobra para novas flexibilizações monetárias se o cenário exigir. Mais ainda, o envelope de política fiscal utilizado pela China foi mais moderado do que o observado na imensa maioria dos países, e, em evento adverso, há espaço para elevação adicional do endividamento (isso no curto prazo, dado que a dívida galopante – já superior a 285% do PIB – coloca restrições nessa estratégia a médio prazo).

Já do lado negativo, não se pode esquecer que há evidências claras de uma segunda onda da Covid – primeiro global e, de forma mais tímida, também na própria China -, o que tenderia a diminuir o ímpeto de demanda externa e alongar ainda mais a recomposição do consumo doméstico chinês. Mudanças na relação EUA vs. China também devem ser colocadas em perspectiva – a era Trump chega ao fim, mas a contraposição estratégica entre EUA e China só começou.

Mais importante, no entanto, é o que já aparece nas duas últimas linhas da tabela acima. Houve evidente desaceleração do crédito ao final de 2020, reflexo de dois choques consecutivos e na mesma direção. O primeiro teve natureza regulatória e foi desenhado pelo governo chinês ao final do 2020.T3. Com restrições ao endividamento das incorporadoras imobiliárias, sob uma correta ótica prudencial, desincentiva-se a contratação de empréstimos, o uso de terras como colateral de operações e a oferta de instrumentos não-bancários associados ao mercado imobiliário. Há uma desaceleração do *shadow banking* já contratada para 2021.

Em paralelo, observamos uma piora relevante no funcionamento do mercado de debêntures chinesas durante o último trimestre de 2020, com uma série de *defaults* em títulos de empresas (para)estatais que lançaram dúvidas sobre a lisura do mercado, sobre a atuação do governo como “garantidor final” e sobre os prêmios exigidos pelos demandantes finais. O custo de rolagem das debêntures já aumentou; se os *defaults* saírem do controle e ocorrer uma crise de confiança, podemos observar uma desaceleração não organizada do mercado de crédito, afetando os mercados bancário, não-bancário e interbancário.

Ao menos por enquanto, o governo tem conseguido conter as pressões, manter a liquidez abundante e evitar contaminação para além do mercado de crédito privado. Consideramos essa a principal assimetria do cenário chinês, que, se observada, teria consequências imprevisíveis. E lembramos também que a base comparativa do mercado de crédito será muito desfavorável entre o segundo e o terceiro trimestres de 2021 (a expansão média interanual do crédito amplo foi de 62,3% AsA entre março e agosto de 2020).

Em conclusão, há evidente *decoupling* chinês no biênio 2020-2021. No cenário central, a China emerge do choque da Covid-19 relativamente mais forte, com ainda mais importância no crescimento global e com “músculos flexionados” para impor a sua agenda estratégica de crescimento na cadeia de valor e projeção de poder – econômico, financeiro e geopolítico. É um cenário que possui evidentes riscos, mas que, ao menos neste momento, parecem controlados e simétricos. O dragão chinês decolou em 2020 e voará alto em 2021.



Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Praia de Botafogo, 190 – CEP 22250-900 – Rio de Janeiro – RJ
Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 3799-4747

Primeiro Presidente e Fundador

Luiz Simões Lopes

Presidente

Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles (**licenciado**), Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque, Sergio Franklin Quintella

Conselho Diretor

Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles (**licenciado**), Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Vogais: Armando Klabin, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, Ernane Galvêas, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Márcilio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes: Aldo Floris, Antonio Monteiro de Castro Filho, Ary Oswaldo Mattos Filho, Eduardo Baptista Vianna, Gilberto Duarte Prado, José Ermírio de Moraes Neto, Marcelo José Basílio de Souza Marinho

Conselho Curador

Presidente: Carlos Alberto Lenz César Protásio

Vice-presidente: João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos & Cia.)

Vogais: Alexandre Koch Torres de Assis, Jorge Iribarra (Souza Cruz S/A), Antonio Alberto Gouvêa Vieira, Carlos Eduardo de Freitas, Cid Heraclito de Queiroz, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado do Rio de Janeiro, Estado do Rio Grande do Sul, José Carlos Cardoso (IRB-Brasil Resseguros S.A.), Luiz Chor, Luiz Ildefonso Simões Lopes, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Miguel Pachá, Isaac Sidney Menezes Ferreira (Federação Brasileira de Bancos), Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Ronaldo Vilela (Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Previdência Complementar e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo), Willy Otto Jordan Neto

Suplentes: Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, General Joaquim Maia Brandão Júnior, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Luiz Roberto Nascimento Silva, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Solange Srouf (Banco de Investimentos Crédit Suisse S.A.), Olavo Monteiro de Carvalho (Monteiro Aranha Participações S.A.), Patrick de Larragoiti Lucas (Sul América Companhia Nacional de Seguros), Ricardo Gattass, Rui Barreto

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Infraestrutura e Mercados Governamentais: Túlio Barbosa

Superintendência de Inovação e Mercados: Pedro Guilherme Ferreira

Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação: André Lavinas

Superintendência de Economia Aplicada: Armando Castelar

Superintendência de Publicações: Claudio Roberto Gomes Conceição

Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional: Joana Braconi



Instituto Brasileiro de Economia

Diretor

Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor

Vagner Ardeo

Coordenador de Economia Aplicada

Armando Castelar Pinheiro

Boletim Macro IBRE

Coordenação geral e técnica

Silvia Matos

Revisão editorial

Fernando Dantas

Editoria de arte

Marcelo Nascimento Utrine

Equipe Permanente

Aloisio Campelo Jr.

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Daniel Duque

José Júlio Senna

Juliana Damasceno

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luana Miranda

Matheus Rosa Ribeiro

Samuel Pessôa

Viviane Seda

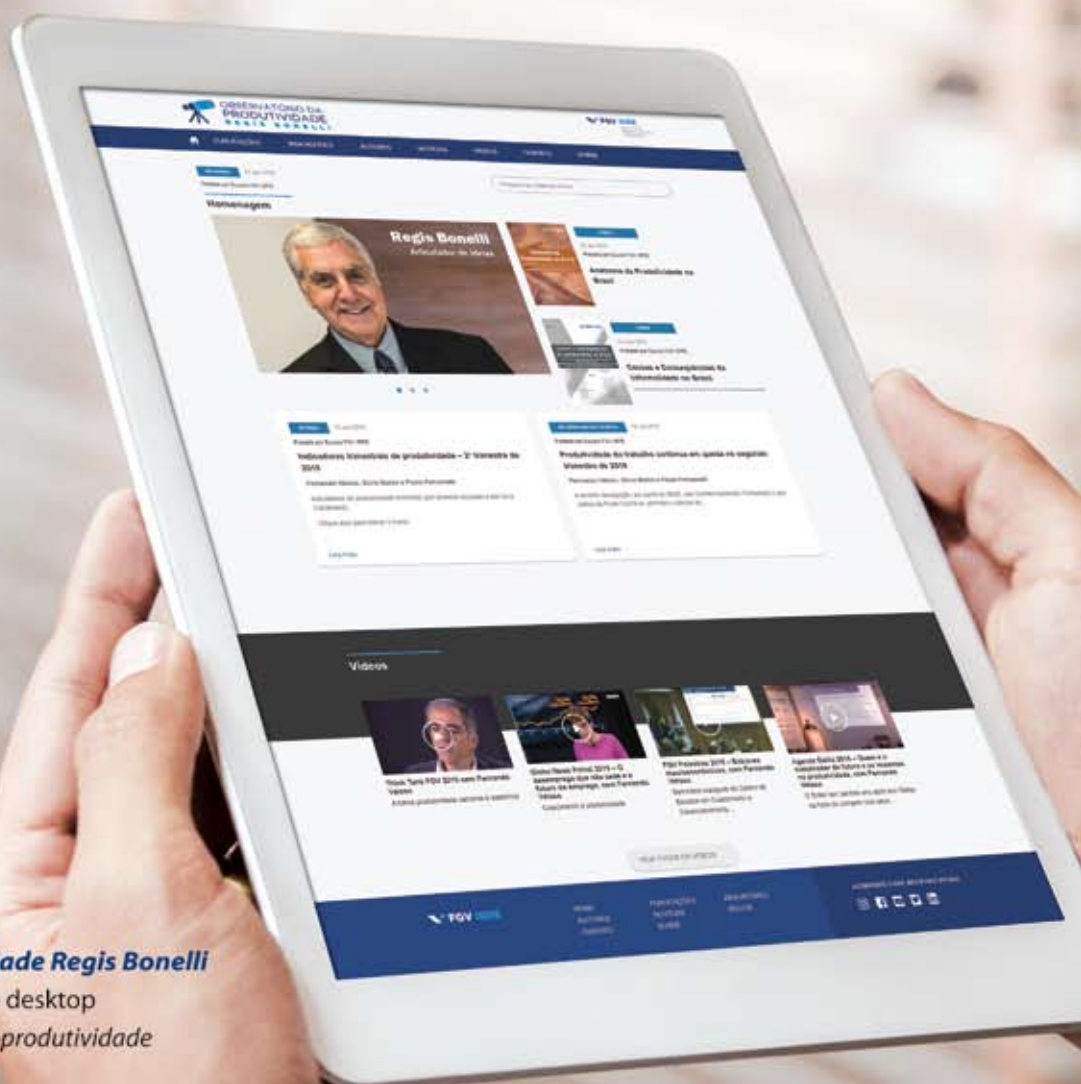
Advertência

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

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 21 de janeiro de 2021. 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.

Uma medida de força para a economia

O **FGV IBRE** elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais para o debate sobre o desenvolvimento do país. O site **Observatório da Produtividade Regis Bonelli** reúne uma ampla base de dados sobre a produtividade, fornecendo informações para uma maior compreensão do tema e contribuindo para a formulação de políticas públicas que possam impulsionar o crescimento.



Acesse o site

Observatório da Produtividade Regis Bonelli

Disponível em versão mobile e desktop

<https://fgv.br/ibre/observatorio-produtividade>

Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

<https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>