

Boletim MACRO

Fevereiro 2021 • Nº 116

HETEROGENEIDADE, VOLATILIDADE E INCERTEZA

O jogo e as regras continuam os mesmos, mas as peças começam a se mover em novas direções, provocando a mudança de cenários. Em relação à crise sanitária, o ritmo de vacinação vem se tornando o principal determinante do quanto e de quando as economias vão se recuperar este ano



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

Heterogeneidade, volatilidade e incerteza

Armando Castelar Pinheiro e Sílvia Matos

O jogo e as regras continuam os mesmos, mas as peças começam a se mover em novas direções, provocando a mudança de cenários. Em relação à crise sanitária, o ritmo de vacinação vem se tornando o principal determinante do quanto e de quando as economias vão se recuperar este ano. Enquanto isso, do outro lado do tabuleiro, os governos vêm calibrando os estímulos fiscais e monetários, conforme a atividade aos poucos retorna ao patamar pré-pandemia, ainda que mais vigorosamente em alguns setores do que em outros. Em especial, cresce a preocupação com uma alta mais forte da inflação, que pressione os juros, o custo de financiamento público e corporativo e o preço dos ativos financeiros.

A heterogeneidade, entre países, semestres e setores, vai ser um traço forte da evolução da economia mundial em 2021.

Os países asiáticos, que sofreram comparativamente menos com a pandemia, e as economias ocidentais avançadas, com destaque para o Reino Unido e os EUA, que avançam mais rapidamente na vacinação, vão puxar o crescimento mundial em 2021. Enquanto isso, os emergentes latino-americanos devem seguir com desempenho relativamente fraco.

Este início de ano, em especial, tem sido marcado por intensa heterogeneidade no desempenho da atividade econômica entre os países e com muita incerteza em relação à superação da pandemia, gerando um ambiente global com mais volatilidade. A pandemia se agravou em alguns países, com novas variantes do vírus, o que levou à reintrodução de medidas restritivas. Na Europa, países como o Reino Unido, que segue em “lockdown”, e a Alemanha, que prolongou as medidas restritivas até março, possivelmente terão queda do PIB no primeiro trimestre de 2021.

Como há também atraso no processo de vacinação na Europa continental, a região deve manter essas políticas por mais tempo para controlar a infecção, gerando um impacto maior na atividade no primeiro semestre. Nos EUA, por outro lado, após uma queda continua no número de novos casos, finalmente se observa também um declínio no número de mortes. Além disso, o ritmo de vacinação no país aumentou nas últimas semanas e está em torno de 1,5 milhão de aplicações por dia, na média móvel de sete dias. Em torno de 17% dos americanos já receberam pelo menos uma dose, e a previsão é que a maioria seja

vacinada até julho. No Reino Unido, mais de 25% da população já recebeu pelo menos uma dose, e, em Israel, em torno de 80%.

Outro destaque no cenário internacional, e em especial para a economia americana, é o novo pacote fiscal que deve ser aprovado entre o final de fevereiro e início de março. Ele se soma à promessa do Fed, de manutenção de extraordinário estímulo monetário, que tende até a crescer com a alta da inflação. Em seus discursos recentes, Jerome Powell, tem mantido o mesmo tom das comunicações anteriores, destacando o novo arcabouço de política monetária, em que períodos de inflação abaixo da meta serão seguidos por períodos de inflação acima da meta.

Gastos fiscais mais elevados, política monetária estimulativa e o controle da pandemia através da vacinação impulsionarão o crescimento econômico nos EUA. A política de transferência de renda para as famílias vai alavancar o consumo das famílias. A previsão do FMI é que a economia americana cresça 5,1% em 2021, mas, para o mercado, as previsões já estão cima de 6%, mais do que compensando o recuo de 3,5% em 2020. As apostas em relação ao ritmo de recuperação da economia dos Estados Unidos ganham força e com ela as perspectivas de inflação acima do esperado anteriormente pelo mercado, levando a uma alta do *yield* dos Treasuries de dez anos.

Nos países emergentes, o ritmo de vacinação tem sido bem mais lento, limitando o controle da pandemia. A tendência dos emergentes, particularmente na América Latina, é que só se atinja o atual nível de vacinação dos Estados Unidos em meados do segundo semestre deste ano. Isso, claro, aumenta os riscos associados às novas variantes do coronavírus e, portanto, a incerteza sobre o ritmo da recuperação e a saúde fiscal nesses países.

Naturalmente, quanto mais lento o processo de vacinação, mais a recuperação se concentrará nos trimestres finais do ano. Além disso, sem um avanço mais significativo da vacinação, o desempenho setorial seguirá muito heterogêneo. Tudo indica que a indústria e a agropecuária manterão um ritmo saudável de atividade, enquanto os serviços e, conseqüentemente, o emprego, mostrarão um nível de atividade mais deprimido. Setores mais ligados às *commodities*, em especial, se beneficiarão da aceleração do crescimento global, enquanto o maior apetite por risco pode valorizar os ativos financeiros, aprofundando a percepção de uma recuperação heterogênea.

É isso, em parte, o que se tem visto neste início de ano. O começo da vacinação, a perspectiva do pacote fiscal americano e a manutenção de políticas monetárias estimulativas, além de certo esfriamento das tensões geopolíticas, têm mantido alto o apetite pelo risco, o que, desde o início de novembro passado, favorece os ativos de países emergentes, em especial aqueles mais beneficiados pela nova rodada de aumento nos preços das *commodities*. Em particular, o índice MSCI para mercados emergentes avançou mais de 25% ao longo dos últimos três meses. Porém, ainda que o cenário de “reflação” siga conduzindo os preços no mercado financeiro, inclusive nos emergentes, estes devem experimentar novas rodadas de significativa volatilidade desses preços.

A heterogeneidade também é grande dentro do universo dos emergentes, em parte refletindo diferenças no desempenho esperado desses países. O desempenho relativo de cada país irá depender, claro, de sua capacidade de controlar a pandemia e viabilizar uma retomada mais robusta da economia, como também de conseguir fazê-lo sem aumentar significativamente o risco de insolvência fiscal.

Na América Latina, em particular, o desempenho dos países não tem sido homogêneo. A moeda brasileira, por exemplo, segue mais desvalorizada do que em outros países, e, conseqüentemente, a inflação de tradables

tem sido mais alta no Brasil. Com isso, o início da normalização da política monetária no Brasil está próximo, um comportamento distinto do de outras economias da região.

Com relação à pandemia no Brasil, tem havido uma queda consistente no número de novos casos, mas o número de mortes diárias por Covid-19 está estável, e em um patamar elevado, um pouco acima de mil mortes, na média móvel de sete dias. Até a terceira semana de fevereiro, em torno de seis milhões de doses de vacinas haviam sido aplicadas no país (2,8% da população), um processo muito lento.

O crescimento em 2021 dependerá muito do ritmo e da eficácia da vacinação. Nossa projeção para o crescimento do PIB em 2021 é de 3,6%, mas o carregamento estatístico para este ano é de 3,1%, o que se traduz em baixa expansão na margem e concentrada na segunda metade do ano. Sem dúvida, há chances de a taxa de crescimento ficar acima da projetada, caso o ritmo de imunização se acelere. Para o primeiro trimestre a perspectiva é de uma contração do PIB de 0,4% em relação ao trimestre anterior. Conforme destacado nas edições anteriores do Boletim Macro, já era esperada uma desaceleração do crescimento. O recrudescimento da pandemia e o atraso no processo de vacinação intensificou essa tendência.

Além dos desafios de curto prazo com relação ao desempenho da economia, e às incertezas sobre a condução da política fiscal, novos riscos surgem no horizonte. A recuperação da economia mundial, com a manutenção de estímulos monetários e fiscais, enseja um debate sobre a volta da inflação e a normalização da política monetária nos EUA, que poderia ocorrer antes do esperado. Se esse risco se materializar, o cenário para os emergentes ficará muito negativo, em especial para os países com fundamentos econômicos mais frágeis. Este é o caso do Brasil. Não temos tempo a perder.

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

- **Atividade econômica – página 9:** Dezembro evidenciou desaceleração do ritmo de crescimento em importantes setores da economia. A principal decepção veio com o resultado das vendas no comércio varejista, mas a atividade no setor de serviços também piorou em relação a novembro. O único setor com bom desempenho no mês foi a indústria. A retração nos rendimentos do trabalho, a redução do auxílio emergencial, a antecipação do 13º salário de aposentados e pensionistas do INSS e a inflação mais alta são alguns fatores responsáveis pelo pífio resultado de dezembro. Esses dados corroboram o cenário de desaceleração do crescimento neste início de ano. Nossas projeções atualizadas apontam crescimento do PIB de 2,5% no quarto trimestre, em relação ao terceiro, e queda de 2,0% na comparação interanual. Para o ano de 2020, esperamos queda de 4,3%, que deve ser seguida de crescimento de 3,6% em 2021.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 11:** Os índices de confiança de empresas e consumidores seguiram caindo em janeiro, pelo quarto mês consecutivo, com desaceleração mais forte nos indicadores que medem a situação atual, principalmente no âmbito empresarial. A Covid-19 afetou os hábitos de consumo dos consumidores e o recrudescimento dos números da pandemia, a necessidade de reforçar o isolamento social, a elevada taxa de desemprego e o fim dos programas de estímulo do governo vêm contribuindo para adicionar incerteza ao cenário econômico, tornando o processo de recuperação mais lento, principalmente para o setor de serviços.
- **Mercado de Trabalho – página 13:** A PNAD Contínua registrou em novembro nova alta da taxa de desocupação com ajuste sazonal, chegando a 14,8% (14,1% sem ajuste), pouco acima do projetado

pelo FGV IBRE. Para dezembro, espera-se recuo para 14%, o que, dessazonalizado, representaria novo aumento. Também se espera alta da taxa de desocupação, mesmo com ajuste sazonal, para o primeiro trimestre de 2021, devido à combinação de nova elevação da taxa de participação e nível mais baixo de atividade. A população ocupada (PO) mostrou desaceleração, com reversão do aumento da informalidade do mês anterior, tendo sido registrado aumento modesto dos trabalhadores formais e queda moderada dos informais, na série mensalizada. No Caged, por sua vez, houve saldo negativo de quase 68 mil empregos em dezembro, mas que, dessazonalizado, representa abertura de quase 390 mil vagas, resultado próximo daquele dos últimos meses. Com isso, confirma-se grande descolamento da série com o nível de atividade econômica.

- **Inflação – página 16:** Na seção sobre inflação, o tema é o impacto da alta dos preços das matérias-primas sobre o IPCA. Mesmo com a taxa de câmbio mais estável em 2021, os preços de *commodities* importantes para a atividade produtiva não param de subir. Segundo o IPA/FGV, as matérias-primas brutas acumulam alta de 75,2% nos últimos 12 meses. Desvalorização aguda do real em 2020 e aumentos dos preços em dólar de *commodities* importantes justificam o espalhamento da inflação entre diferentes segmentos da indústria. O IPCA decomposto por grupos especiais (duráveis, semiduráveis, não duráveis, serviços e monitorados) confirma o espalhamento da inflação também entre os preços ao consumidor. Com a inflação se difundindo entre os grupos do IPCA, o que deve continuar por todo o primeiro semestre de 2021, a taxa acumulada em 12 meses deve acelerar e se aproximar de 6% no final do primeiro semestre. A partir de julho de 2021, período em que o IPCA registrou taxas mais elevadas em 2020, a expectativa é de que a inflação recue, convergindo pouco a pouco para a meta de inflação deste ano, que é de 3,75%. Contudo, o avanço dos preços das *commodities* antecipa que tal desaceleração pode não ocorrer na magnitude esperada. Gradualmente, as revisões na expectativa de inflação do Boletim Focus do Bacen vêm revelando que o mercado financeiro está atento a esse movimento e segue revendo sua expectativa inflacionária, mesmo neste ambiente de grande incerteza e atividade fraca. A inflação será um desafio não tão trivial para 2021.
- **Política monetária – página 17:** Na seção sobre política monetária, o tema é o difícil dilema da política de juros. Em favor de um movimento altista de juros na reunião do Copom de março, pode-se argumentar que, em pelo menos duas oportunidades recentes, os participantes de mercado deram sinais de que receberiam bem um eventual início de normalização da política monetária. Isso se deu quando, pela primeira vez, o BC sinalizou a possibilidade de eliminação do *forward guidance*, e, novamente, diante de uma interpretação *hawkish* (inicial) da mensagem básica contida na ata do Copom de janeiro último. Nos dois casos, os juros longos cederam, momentaneamente, produzindo certa diminuição da inclinação da curva de juros, movimento esse que implica melhora das condições financeiras de modo geral, favorecendo a atividade econômica. Na medida em que esse raciocínio esteja correto, na hipótese de o BC iniciar a retirada do estímulo monetário extraordinário, como defendem “alguns membros” do Copom, o efeito contracionista da medida poderia ser amenizado pelo impacto da alta dos juros curtos sobre a inclinação da curva de juros, aliviando, em parte, as condições financeiras. A despeito de nossa analista considerar válido esse raciocínio, não há sinais de que o BC pretenda adotá-lo, pelo menos proximamente. O mais provável, portanto, é que os juros básicos permaneçam até maio no atual patamar de 2,0% a.a.

- **Política Fiscal – página 19:** Na seção fiscal, discutem-se as contas estaduais. O crescimento da receita tributária no segundo semestre, o socorro financeiro da União e a queda real da despesa primária na comparação com 2019 permitiram que os estados realizassem superávit primário em 2020 (R\$ 65 bi), superior ao de 2019 (R\$ 49 bi). Há que ter cautela, no entanto, com conclusões sobre esse fôlego momentâneo dos estados. Em 2021, não está previsto socorro excepcional da União aos entes, o impacto de um eventual auxílio emergencial em consumo e receita deverá ser menor que em 2020 e a recuperação da atividade dependerá da vacinação. Nas despesas, voltam os pagamentos de dívidas junto à União que estavam suspensos. E o veto a reajustes para diversas categorias cai já em 2022, ano eleitoral. Leve-se em conta, também, que alguns estados, mesmo antes da pandemia, já precisavam que a União honrasse garantias de operações de crédito, além de se beneficiarem de suspensão de pagamento de dívidas e de execução de contragarantias. Em 2021, a continuidade das mazelas trazidas pela Covid-19 e a dificuldade da União em aprovar mais gastos fizeram com que se cogitasse um maior protagonismo dos entes subnacionais nos gastos contra a pandemia. Na visão de nosso analista, é uma responsabilidade para a qual os estados, que passam por breve respiro antes de um novo mergulho em suas próprias dificuldades fiscais, não parecem estar aptos.
- **Setor Externo – página 22:** Com relação ao setor externo, ajustamos a expectativa de déficit em conta corrente para US\$ 12,9bi (-0,7% do PIB) em 2021, resultado praticamente igual ao observado no ano passado. A normalização da conjuntura econômica, que levaria a déficits mais elevados, foi postergada. No entanto, maiores fluxos de capital para o país implicarão em reversão do balanço de pagamentos para terreno superavitário em 2021, com aumento de US\$ 13,5bi em nossos ativos de reservas.
- **Internacional – página 26:** Na seção internacional, o tema é a forte recuperação dos EUA. A economia americana cresceu 1,0% no 4º trimestre de 2020 sobre o trimestre imediatamente anterior. A queda em 2020 sobre 2019 foi de 3,5%, bem menos do que imaginado em meados de 2020. No 4º trimestre, o PIB dos EUA estava 2,5 pontos percentuais abaixo do nível do 4º tri de 2019. As perspectivas para o ano de 2021 também apontam um forte crescimento, devido ao pacote fiscal e o cronograma de vacinação. Porém, segundo nosso analista, essa trajetória da economia não produzirá surto inflacionário, mas antecipará o momento em que a taxa básica de juros iniciará um ciclo de alta: do segundo semestre de 2024, como hoje se projeta, para o primeiro semestre (2024), ou até para o segundo semestre de 2023.
- **Observatório Político – página 27:** No Observatório Político, o tema é o governo Bolsonaro em 2021. Coleção de grupos versus coalizão interpartidária. No Boletim Macro de março de 2019, a coluna afirmou o seguinte sobre a composição e a dinâmica do recém-empossado governo Bolsonaro: este não era uma coalizão, mas, sim, uma coleção de grupos com relações instáveis entre si e sem clara hierarquia. A coleção começou a mudar de cara rapidamente. Ainda em 2019, Bolsonaro abandonou o PSL. Sérgio Moro e o lavajatismo foram expelidos em abril de 2020. Os filhos do presidente, Guedes e a ala radical continuam lá, mas enfraquecidos. Os militares foram fortalecidos, mas ao preço de crescentes tensões com a cúpula das Forças Armadas institucionais. A partir de junho de 2020, com a prisão de Fabrício Queiroz, o presidente da República passou a aproximar-se do Centrão para escapar de um processo de destituição. Vários analistas têm afirmado que, finalmente, Bolsonaro se rendeu aos ditames do presidencialismo de coalizão. Para nosso analista político, a resposta é: sim e não. Sim, porque a coleção de grupos dentro do governo

encontra-se hoje mais partidarizada. Não, porque o governo ainda não possui as características típicas de um gabinete de coalizão majoritário.

- **Em foco IBRE – página 29:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria da pesquisadora Lia Valls Pereira, o tema é: “O contexto internacional e agenda da política de comércio exterior do Brasil”

Atividade econômica

Alta no PIB projetada para o 4º trimestre (TsT)
deve ser seguida por início de ano difícil

Silvia Matos e Luana Miranda

Dezembro evidenciou desaceleração do ritmo de crescimento em importantes setores da economia. A principal decepção veio com o resultado das vendas no comércio varejista, que se retrairam 6,1% na métrica restrita e 3,7% no conceito ampliado, experimentando o pior fim de ano das últimas duas décadas. A atividade no setor de serviços também piorou em relação a novembro, encerrando o ciclo de seis meses consecutivos de alta. O único setor com bom desempenho em dezembro foi a indústria, que avançou 0,9% ante novembro.

No varejo a retração foi generalizada, alcançando todas as categorias da pesquisa. Já nos serviços, a queda se concentrou nos setores que mais sofrem com a política de distanciamento social: serviços prestados às famílias e transportes. Esses resultados sugerem que tanto a deterioração da renda das famílias quanto a segunda onda da Covid-19 impactaram negativamente a atividade econômica nos últimos meses de 2020.

Nossos cálculos apontam que a massa ampliada de rendimentos – que inclui os rendimentos do trabalho, benefícios de proteção social e previdenciários – se retraiu em cerca de 4% no quarto trimestre do ano passado, quando comparado ao mesmo período de 2019. A retração nos rendimentos do trabalho, em conjunto com a redução do auxílio emergencial, antecipação do 13º salário de aposentados e pensionistas do INSS e a inflação mais alta, é responsável pelo resultado.

Todos esses dados corroboram o cenário de desaceleração do crescimento neste início de ano, conforme enfatizado no Boletim Macro/FGV de janeiro.

Nossas projeções atualizadas apontam crescimento do PIB de 2,5% no quarto trimestre em relação ao terceiro e queda de 2,0% na comparação interanual. Para o ano de 2020, esperamos queda de 4,3%, que deve ser seguida de crescimento de 3,6% este ano, como mostra a Tabela 1.

Pela ótica da oferta, o principal destaque positivo do quarto trimestre é o forte crescimento da indústria de transformação, que avançou 4,3% em relação ao trimestre anterior. Já na categoria de serviços, chama atenção a importante aceleração do setor de comércio, mesmo após o desempenho ruim verificado em dezembro.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 2,8% TsT (-3,7% AsA),

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2020.IV (TsT)	2020.IV (AsA)	2020	2021
Consumo das Famílias	2,8%	-3,7%	-5,6%	4,0%
Consumo do Governo	-1,5%	-6,8%	-5,4%	4,0%
Investimento	11,7%	8,6%	-2,0%	6,3%
Exportação	-0,3%	-2,6%	-1,3%	1,4%
Importação	36,4%	7,0%	-7,4%	7,1%
PIB	2,5%	-2,0%	-4,3%	3,6%
Agropecuária	-0,4%	-0,2%	2,0%	1,7%
Indústria	2,0%	1,4%	-3,5%	3,1%
Extrativa	-3,9%	-5,8%	1,6%	1,6%
Transformação	4,3%	4,5%	-4,4%	4,2%
Construção Civil	0,6%	-4,4%	-6,9%	1,9%
Eleticidade e Outros	-0,1%	3,0%	0,0%	1,4%
Serviços	2,3%	-3,2%	-4,7%	3,5%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

evidenciando o melhor desempenho do consumo de bens e serviços no último trimestre do ano passado. O investimento deve registrar crescimento robusto no quarto trimestre, 11,7% TsT (8,6% AsA), impulsionado pela retomada da produção doméstica de bens de capital, da modesta melhora no setor da construção civil, mas, principalmente, pela gigantesca importação de plataformas de petróleo. Segundo os dados do ICOMEX/FGV, 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%.

No ano de 2020, projetamos queda de 2,0% do investimento. Contudo, vale lembrar que, no primeiro, segundo e quarto trimestres, o investimento foi impulsionado positivamente pela importação de plataformas de petróleo, exercendo um impacto importante no resultado agregado do ano. Com o objetivo de avaliar o tamanho do impacto da importação de plataformas sobre o investimento nacional, realizamos um exercício econométrico para estimar quanto seria, aproximadamente, o crescimento do investimento na ausência dessas importações. Os resultados desse exercício contrafactual para o ano de 2020 mostram que, na ausência das importações de plataformas de petróleo, a queda do investimento seria muito mais intensa, de aproximadamente 8%.

Em resumo, o ano de 2020 deve encerrar registrando queda de 4,3% do PIB, uma significativa retração da atividade econômica, porém muito menor do que se esperava no início da pandemia. Sem dúvida, as políticas anticíclicas implementadas pelo governo exerceram papel fundamental nesse resultado. Nossos cálculos apontam que a massa ampliada de rendimentos cresceu 3,3% no ano passado, mas, na ausência das políticas de compensação de renda – como o auxílio emergencial, auxílio antidesemprego e saques do FGTS –, a renda teria registrado queda de 5,7%.

Nosso cenário base aponta crescimento de 3,6% do PIB este ano. Nesse cenário, já levamos em conta uma prorrogação do auxílio emergencial que teria início em março e se estenderia por todo segundo trimestre, totalizando R\$ 30 bilhões. Além disso, contabilizamos cerca de R\$ 50 bilhões em antecipação de décimo terceiro-salário para abril e maio, suavizando o descompasso da atividade econômica entre o primeiro e segundo semestres do ano. Vale lembrar que essas medidas ainda não são oficiais.

Ainda que a aprovação dessas medidas ocorra, a massa ampliada de rendimentos deve registrar queda ao longo deste ano quando comparado a 2020, pois o volume de recursos liberados em 2021 ano será muito menor do que o que foi liberado no ano passado.

Permanece, portanto, a avaliação de que o crescimento ao longo de 2021 deve ficar concentrado no segundo semestre, ainda que as novas políticas de compensação de renda, se oficialmente aprovadas, ajudem a mitigar a desaceleração da atividade econômica na primeira metade do ano. O processo de vacinação da população terá andamento ao longo do primeiro semestre, mas a pandemia ainda não estará totalmente controlada nesse período. Dessa forma, o setor de serviços deverá permanecer deteriorado, em especial os serviços pessoais, transportes e serviços da administração pública, aqueles que são mais prejudicados pela política de distanciamento social.

Os riscos à retomada permanecem. Possíveis atrasos no processo de imunização da população, piora na percepção do risco fiscal e os desafios do cenário político são alguns fatores que podem abalar a frágil retomada econômica.

Expectativas de empresários e consumidores

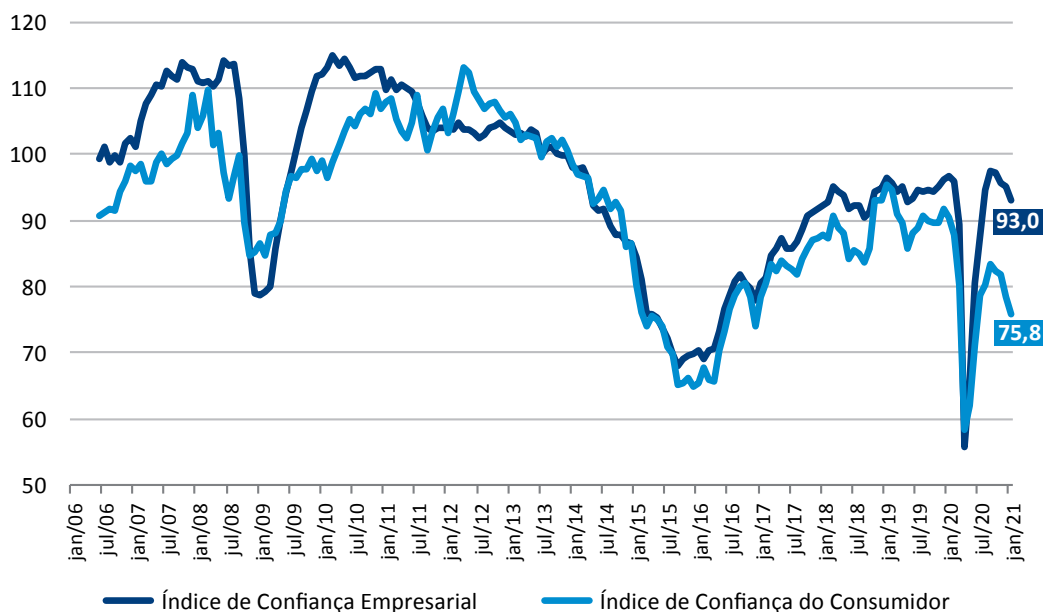
Mudança nos hábitos dos consumidores determinarão velocidade da retomada?

Rodolpho Tobler e Viviane Seda Bittencourt

Os índices de confiança de empresas e consumidores seguiram em janeiro a tendência de queda pelo quarto mês consecutivo, refletindo o recrudescimento da pandemia no Brasil, o fim do período de concessão de auxílio emergencial e as preocupações com o cenário desafiador para 2021. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) caiu 2,2 pontos, para 93,0 pontos, e o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuou 2,7 pontos, para 75,8 pontos. O resultado se torna ainda mais preocupante porque a queda, que nos meses anteriores vinha sendo conduzida por uma calibragem de expectativas, agora passa a refletir uma efetiva piora da situação corrente.

Gráfico 1: Confiança de consumidores e empresários

(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

Embora ambos os indicadores estejam em queda no momento, o descolamento entre a confiança empresarial e do consumidor continuou aumentando em janeiro e atingiu 17,2 pontos, a maior distância desde julho de 2008.

A tendência cautelosa dos consumidores tem sido estudada durante toda a pandemia. Ao longo dos meses, quesitos especiais mostraram que os consumidores priorizaram o consumo de bens e serviços essenciais desde o início da crise, em função do aumento do desemprego e das restrições em relação a salários, jornada de trabalho e circulação de pessoas, o que reduziu efetivamente a renda das famílias. Fatores econômicos e não econômicos, como a saúde das famílias, contribuíram para afetar o bem-estar das pessoas e mudar os padrões de consumo.

Com essa mudança no padrão de consumo, o setor de serviços vem sofrendo para recuperar o nível em que se encontrava antes da pandemia, principalmente os serviços que demandam presença física das pessoas. O quesito especial de janeiro confirma isso: 61,5% das empresas de serviços afirmam que o lucro está abaixo do mesmo período no ano anterior, e a situação é ainda mais delicada nos serviços de alojamento e alimentação, nos quais os números são de 86,8% e 83,4%, respectivamente.

Tabela 2: Quesitos extraordinários empresariais – Lucro das empresas

Setores	O lucro da empresa foi afetado na pandemia? Qual o percentual em relação ao mesmo período do ano anterior?						
	Alta maior que 50%	Alta entre 20% e 50%	Alta até 20%	Estável	Queda até 20%	Queda entre 20% e 50%	Queda maior que 20%
Empresarial	1,8	4,4	10,7	35,0	24,9	18,4	4,8
Indústria	5,4	7,5	13,3	44,1	18,1	8,6	3,0
Serviços	0,6	2,9	6,4	28,6	23,9	30,1	7,4
Comércio	0,7	3,9	13,5	34,1	28,9	16,2	2,7
Construção	1,0	1,1	8,3	32,5	32,0	18,8	6,3

Fonte: FGV IBRE.

Preocupados com os rumos da pandemia e, principalmente, com os aspectos econômicos relacionados, 60% dos consumidores passaram a poupar de forma precaucional. Mais de 40% das famílias com menor poder aquisitivo afirmavam que teriam que usar parte da poupança para despesas correntes no início de 2021. Já os de maior poder aquisitivo projetavam continuar poupando por um período mais longo. Com isso, a desaceleração do consumo de bens no primeiro trimestre do ano já é algo fadado a acontecer.

O início da vacinação gerou uma expectativa positiva, mas o medo da pandemia e de seus efeitos sobre a economia, mais notadamente sobre o mercado de trabalho, devem continuar mantendo o consumidor muito cauteloso neste primeiro semestre de 2021. Quesitos aplicados em janeiro mostram que quase 75% dos consumidores têm a intenção de se vacinar, mas mesmo após a vacinação, a frequência não voltaria ao nível de normalidade observado antes da pandemia, principalmente em atividades de lazer como shows, cinemas e teatros.

Tabela 3: Quesitos extraordinários dos consumidores – Hábitos após vacinação

Após vacinação	Passaria a frequentar normalmente	Continuaria frequentando mas ainda com cautela	Continuaria sem frequentar	Não costumo frequentar
Shows	6,6	20,6	34	38,8
Cinema/teatro	8,9	37,5	33,9	19,7
Viajar de férias (hotéis e pousadas)	11,9	39,1	30,2	18,8
Viajar de férias (avião ou ônibus)	12	40,8	31,1	16,1
Bares e restaurantes	13,9	44,5	27	14,6
Praia	14,2	40	25,9	19,9
Shopping Centers	14,6	50,6	24,4	10,4

Fonte: FGV IBRE.

Nesse sentido, a mudança nos hábitos de consumo pode ainda se manter por mais tempo do que o esperado, determinando a velocidade de recuperação do setor de serviços. Além disso, o recrudescimento dos números da pandemia, a necessidade de reforçar o isolamento social, a elevada taxa de desemprego e o fim dos programas do governo contribuem para esse cenário menos otimista e de maior cautela. Mesmo setores que vinham em ritmo forte, como indústria, ligam o sinal de alerta. Por enquanto, a falta de vacinas, novas cepas e a indefinição de novos programas de proteção a empresas e consumidores apenas adicionam mais incerteza ao cenário econômico, tornando o processo de recuperação mais lento.

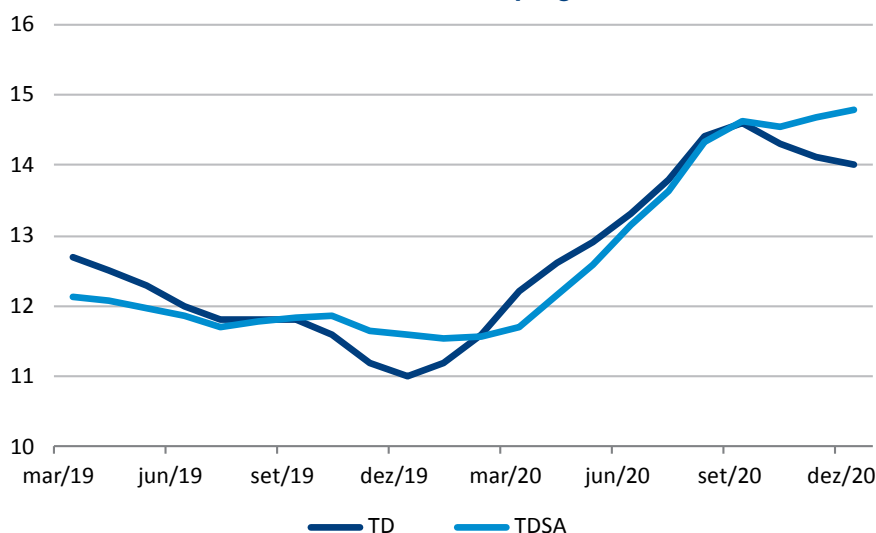
Mercado de Trabalho

Taxa de desemprego registra nova alta na série dessazonalizada com desaceleração da população ocupada, enquanto Caged se descola de atividade econômica com resultado positivo no ano

Daniel Duque

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) divulgou sua edição de novembro, com nova alta da taxa de desocupação na série dessazonalizada, após queda no último mês. Apesar de redução mensal de 14,3 para 14,1%, com ajuste sazonal houve aumento de 0,1 ponto percentual entre o trimestre móvel terminado em outubro e o em novembro.

Gráfico 2: Taxa de desemprego 2019-20



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

O resultado da taxa de desocupação foi um pouco pior do que o esperado pelo FGV IBRE (13,9%). Para dezembro, a expectativa é que o percentual de desocupados fique em 14%, o que, com ajuste sazonal, será equivalente a 14,8%.

Tal nível de desocupação é o maior da série histórica, mesmo quando retropolada para períodos entre 1996 e 2012, como mostra o Gráfico 3. Para o primeiro trimestre de 2021, espera-se nova alta, puxada tanto pelo repetido aumento da taxa de participação quanto pelo nível de atividade mais baixo, devido à redução e/ou fim de diversos incentivos fiscais concedidos pelo governo no ano anterior.

Gráfico 3: Taxa de Desocupação com ajuste sazonal

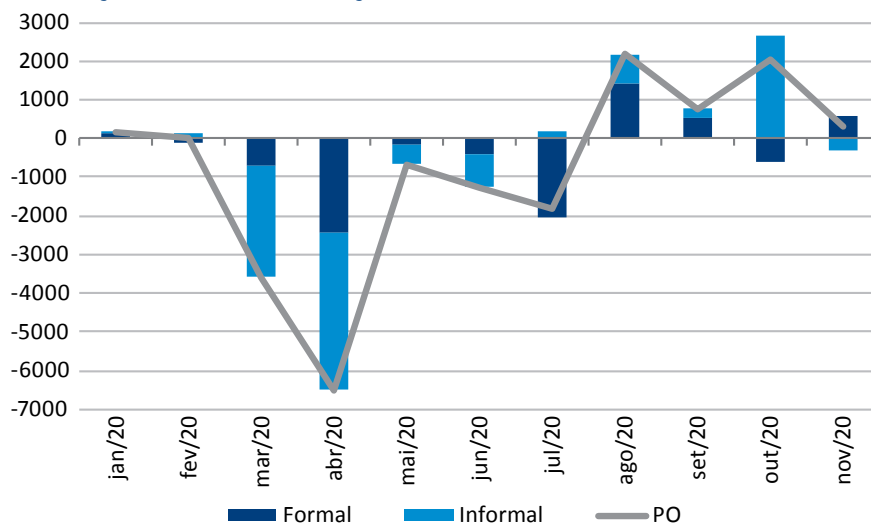
Valores Retropolados para o período anterior a 2012



Fonte: PNADC, PNAD e PME (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

A recuperação da população ocupada, por sua vez, confirma movimentos oscilantes da alta geral, e também em termos de formalização. Em outubro, na série mensalizada, trabalhadores formais tiveram queda e os informais, forte alta. Em novembro, os sentidos se inverteram, com crescimento moderado da formalidade.

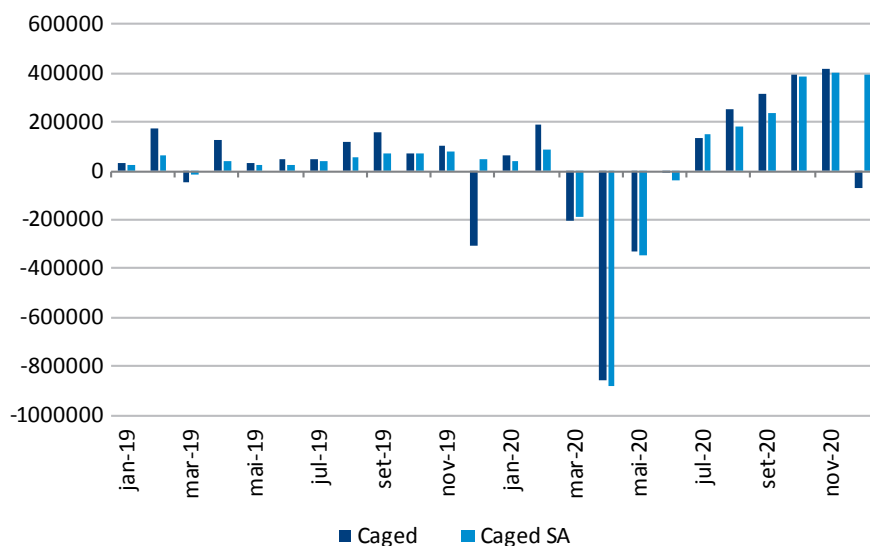
Gráfico 4: Diferença mensal de ocupação, por status de formalidade, com ajuste sazonal



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

O Caged, por outro lado, registrou em dezembro queda de quase 68 mil postos de trabalho com carteira assinada, equivalente a abertura de 390 mil postos na série dessazonalizada. O resultado do último mês, foi, portanto, relativamente próximo dos resultados dos dois anteriores, com nível significativamente alto de criação de postos de trabalho na série história.

Gráfico 5: Saldo de vagas do Caged 2019-20

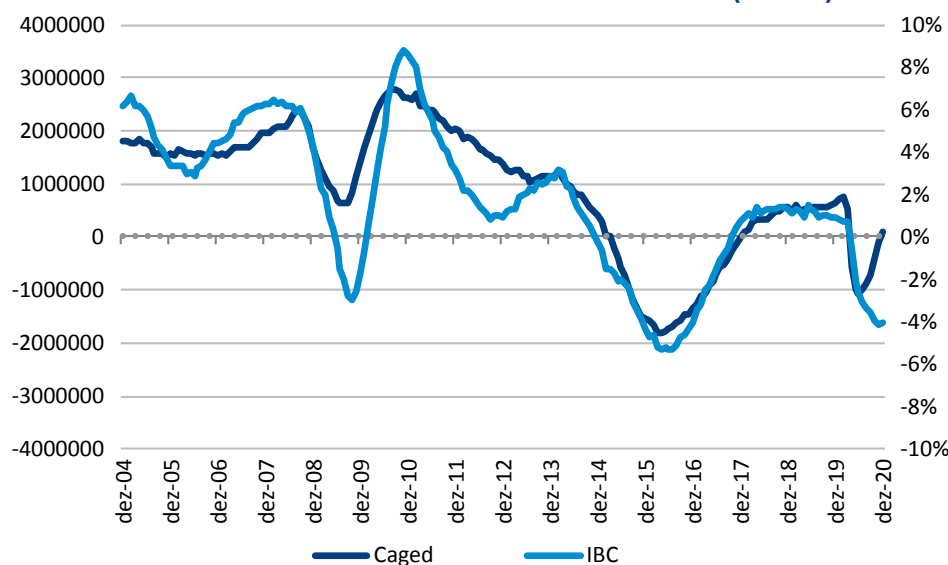


Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: FGV IBRE.

Com isso, o Caged registrou, em 2020, aumento de cerca de 280 mil vagas, mas que cai para 140 mil vagas quando se incluem os movimentos registrados fora do prazo até novembro. É válido notar que, pela primeira vez, tais adições fora do prazo tiveram uma média anual negativa.

O resultado, tendo sido positivo no acumulado do ano, e mesmo após o início da pandemia na série dessazonalizada, mostra grande descompasso do Caged com o nível de atividade econômica. O Gráfico 6 mostra que, pela primeira vez desde 2004, houve um movimento de recuperação no acumulado em 12 meses do saldo Caged que não foi acompanhado, ao mesmo tempo, de uma retomada da média móvel anual da alta do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br). Esse inédito descolamento coloca ainda mais dúvidas sobre o que representam os elevados saldos positivos de empregos com carteira assinada registrados nos últimos meses, exclusivamente no Caged.

Gráfico 6: Saldo Acumulado em 12 meses do Caged e variação da média móvel de 12 meses do Índice de atividade Econômica (IBC-Br)



Fonte: CAGED (MTE) e IBC-Br (Banco Central). Elaboração: FGV IBRE.

Obs: Incluídas movimentações fora do prazo, com projeção para dezembro de 2019 e 2020.

Inflação

Matérias-primas em alta sustentam espalhamento da inflação

André Braz

Mesmo com a taxa de câmbio mais estável em 2021, os preços de *commodities* importantes para a atividade produtiva não param de subir. Segundo o IPA/FGV, as matérias-primas brutas acumulam alta de 75,2% nos últimos 12 meses. O encarecimento de insumos básicos para a produção se iniciou no segundo semestre de 2020, quando ocorreram desvalorizações mais agudas do real, em conjunto com aumentos mais expressivos dos preços em dólar de *commodities* importantes.

Inicialmente se imaginava que esses aumentos ficariam mais concentrados em 2020, havendo pouco espaço para novas acelerações em 2021. No entanto, o gradual aquecimento da economia mundial vem sustentando novos aumentos em dólar de *commodities* agrícolas e industriais.

Entre as *commodities* agrícolas, as maiores altas em 12 meses foram registradas para soja (102,8%), arroz (72,9%) e milho (69,9%). O avanço dos preços desses grãos continua a pressionar os preços de produtos derivados, espalhando os efeitos desses aumentos por diferentes cadeias produtivas.

Efeito similar ocorre com as *commodities* minerais. Os aumentos acumulados em 12 meses para minério de ferro (143,9%), cobre (59,5%) e alumínio (14,4%) são emblemáticos de como esses movimentos estão pressionando cadeias produtivas de diversos segmentos industriais. Segundo o IPA, os **materiais e componentes para construção** subiram, em média, 29,4% em 12 meses. No mesmo período, os preços de **materiais e componentes para manufatura** avançaram 28,0%.

Com tamanha pressão inflacionária acumulada entre as matérias-primas, torna-se cada vez menos provável que não ocorram repasses para bens finais, último estágio de processamento antes de o produto ser disponibilizado ao mercado consumidor.

Afora as pressões de *commodities*, os preços dos combustíveis, embalados pelo aumento do preço do petróleo, configuram novo desafio à estrutura produtiva e de transportes. No índice ao produtor, o óleo diesel subiu 12,4% entre janeiro e fevereiro, sem considerar o reajuste de 15% anunciado no início da segunda quinzena de fevereiro pela Petrobras, aumento que ainda não foi incorporado ao IPA. O preço do diesel também influencia a inflação ao contribuir para o aumento do preço do frete e do transporte público urbano.

Já a gasolina, que subiu 21% na refinaria em 2021, não afeta tanto a indústria, mas sim o consumidor. De acordo com a segunda prévia do IPC-M de fevereiro, o preço subiu em média 5,5% entre janeiro e fevereiro deste ano.

O espalhamento das pressões inflacionárias pode ser percebido ao se acompanhar o IPCA decomposto por grupos especiais. Em julho de 2020, início do segundo semestre, preços monitorados registravam taxa acumulada em 12 meses de 0,9%; já em janeiro de 2021, a taxa avançou para 1,8%. Em igual período, a aceleração também foi observada para bens duráveis (de 0,3% para 5,3%) e semiduráveis (de -0,8% para 0,4%). Tal comportamento deve se sustentar por longo período em 2021, dada a continuidade do aumento dos preços das matérias-primas, anunciado pelos últimos resultados do IPA/FGV.

Com a inflação se espalhando entre os grupos do IPCA, o que deve continuar por todo o primeiro semestre de 2021, a taxa acumulada em 12 meses deve acelerar e se aproximar de 6% em junho de 2021. A partir do segundo semestre, período em que o IPCA registrou taxas mais elevadas em 2020, a expectativa é de que a inflação recue, convergindo pouco a pouco para a meta deste ano, que é de 3,75%. Contudo, gradualmente o mercado financeiro conclui que mesmo neste ambiente de grande incerteza e atividade fraca, o avanço dos preços das *commodities* pode dificultar o cumprimento da meta de inflação.

O Boletim Focus do Bacen de 08/01 antecipava alta de 3,3% para o IPCA em 2021. Já a estimativa de 12/02 mostrou avanço da expectativa de inflação para 3,6%, o que comprova o reconhecimento do aumento das pressões inflacionárias em 2021. Parte importante dessa pressão vem do atual distanciamento da inflação acumulada pelo IPA, que está em quase 40%, da inflação acumulada pelo IPCA, com seus modestos 4,6%.

Política monetária

O difícil dilema da política de juros

José Júlio Senna

Em toda parte, a condução da política monetária é frequentemente assunto gerador de controvérsia. No caso brasileiro, um dos pontos mais intensamente debatidos, nos últimos tempos, diz respeito ao nível a que foi reduzida a taxa Selic. Seriam os atuais 2,0% ao ano um patamar muito baixo? Ou seria exatamente essa a resposta de política monetária cabível no ambiente recessivo que entre nós se instalou, com a chegada da crise sanitária?

Antes de entrar propriamente no mérito da questão, talvez valha a pena examinarmos com um pouco mais de profundidade as circunstâncias que acabaram levando o Banco Central a reduzir os juros básicos da economia para os tais 2,0%.

A partir de 2016, com as trocas efetuadas na administração federal e no próprio comando do Banco Central, foram criadas condições para uma certa melhora das expectativas de inflação. A despeito do quadro recessivo que se instalara no país, as autoridades monetárias mantiveram estável a taxa Selic nos primeiros encontros do Copom sob a nova gestão. A demonstração de firmeza deu impulso extra à trajetória de queda das expectativas inflacionárias. À medida que a própria inflação cedia, o BC pode pôr em prática um longo ciclo de queda da taxa básica de juros. Em fevereiro de 2020, a Selic havia chegado a 4,25%, tendo sido reduzida, portanto, em 1.000 pontos base, a partir dos 14,25% observados em outubro de 2016.

Em março, os sinais de pandemia já eram evidentes. Seria sem sentido sequer pensar em não dar continuidade à trajetória declinante dos juros. Na reunião daquele mês, o Copom reduziu a Selic ainda mais, para 3,75%. No encontro de maio, o ambiente dominante em praticamente todo o mundo era de crise aguda, possivelmente a mais grave de todos os tempos. Mais um movimento baixista inevitável. A Selic foi diminuída para 3,0% ao ano. Com dois ajustes adicionais, de 75 e 25 pontos, respectivamente em junho e agosto, a Selic chegou aos 2,0%.

Talvez caiba afirmar que dois fatores levaram o BC a reduzir a Selic até esse patamar. De um lado, o extraordinário quadro recessivo refletido nas quedas fortes e abruptas da atividade econômica, em toda parte. Difícil pensar num banco central que tenha evitado dar estímulo monetário expressivo. O BCE e o Banco do Japão encontraram dificuldades para reduzir ainda mais suas taxas básicas, pois elas já haviam chegado a quase zero. Os bancos centrais americano e inglês ainda tinham espaço para reduzir os juros básicos, e o fizeram rapidamente, levando-os a praticamente zero em meados de março. No Brasil, o quadro não era nem um pouco melhor do que em outros países. Era inevitável dar continuidade à queda da Selic.

De outro lado, como segundo fator, as perspectivas da inflação eram boas, quando se comparam as inflações esperadas com as metas oficiais. A pesquisa Focus mostrava que, nas reuniões do Copom de maio, junho e agosto, os números esperados da inflação doze meses adiante eram de, respectivamente, 2,4%, 3,2%, e 3,1%. As forças deflacionárias da pandemia sustentavam expectativas otimistas para a inflação, a ponto de, no encontro de agosto, o Copom ter decidido introduzir o tão discutido forward guidance, representativo, na prática, de um viés de baixa para a taxa Selic. Aparentemente, o BC desejava realmente fornecer um grau extraordinário de estímulo monetário, permitindo que a taxa prefixada de juros para um ano ficasse em território negativo, em termos reais.

O segundo semestre, porém, traria surpresas desagradáveis no campo da inflação, as quais tornaram a política monetária ainda mais estimulante. Choques altistas de preços de algumas *commodities*, interrupção de cadeias produtivas de diversos bens industriais e expressiva depreciação da moeda nacional (fruto de expectativas adversas quanto ao ritmo de implementação de indispensáveis reformas econômicas) acarretaram altas expressivas das taxas mensais de inflação, surpreendendo tanto economistas privados quanto o próprio BC. A inflação esperada para doze meses adiante adquiriu tendência ascendente a partir de setembro, chegando a 4,1% no final de 2020. O ajuste de expectativas, porém, representou subestimação das taxas correntes de inflação, nos últimos quatro meses do ano. A pesquisa Focus mostra erros crescentes de projeção. Quando se consideram defasagens de um mês entre o momento da previsão e a divulgação do resultado efetivo, as inflações mensais foram subestimadas em 47, 58, 65 e 82 pontos base, respectivamente em setembro, outubro, novembro e dezembro.

Com isso, o juro real de política monetária ficou excessivamente baixo. O swap prefixado de um ano chegou a quase menos 1,0% ao ano, em termos reais, situação sustentável apenas a curto prazo. O problema é como fazer o ajuste necessário. Em qualquer lugar, promover alta de taxa básica de juros não costuma ser algo banal. O BC optou por não se precipitar.

Ao mesmo tempo em que os choques inflacionários ainda não se dissiparam (sendo difícil prever quando isso ocorrerá) e os núcleos da inflação revelam comportamento preocupante, como assinalado em ata pelo próprio BC, a economia se mostra cada vez mais fraca, com previsão de retração da atividade no primeiro trimestre e possivelmente também no segundo. O dilema é claro.

Até o momento em que esta seção estava sendo redigida, não se notava sinal de que o BC estaria propenso a elevar a taxa Selic na reunião de março. Como tem sido amplamente divulgado, a informação de que existe dissidência entre os membros do Copom não deve ser vista como sinal de política, fazendo parte apenas da estratégia de transparência da instituição.

Em favor de um movimento altista de juros talvez se possa argumentar que, em pelo menos duas oportunidades recentes, os participantes de mercado já deram sinais de que receberiam bem eventual início de normalização da política monetária. Isto se deu quando, pela primeira vez, o BC sinalizou a possibilidade de eliminação do forward guidance, e novamente diante de uma interpretação hawkish (inicial) da mensagem básica contida na ata do Copom de janeiro último. Nos dois casos, os juros longos cederam, momentaneamente, produzindo certa diminuição da inclinação da curva de juros, movimento que acarreta melhora das condições financeiras de modo geral. Como se sabe, eventual melhora dessas condições tende a ser favorável à atividade econômica.

Na medida em que esse raciocínio esteja correto, na hipótese de o BC dar início à diminuição do estímulo monetário extraordinário, como defendem “alguns membros” do Copom, o efeito contracionista da medida poderia ser significativamente amenizado pelo impacto da alta dos juros curtos sobre a inclinação da curva de juros, aliviando, em parte, as condições financeiras. A despeito de considerarmos válida essa linha de argumentação, não se percebem sinais de que o BC esteja propenso a adotá-la, pelo menos agora em março. O mais provável, portanto, é que os juros básicos permaneçam até maio no atual nível de 2,0% a.a.

Política Fiscal

Contas estaduais: um fôlego antes de novo mergulho

Matheus Rosa Ribeiro

Os relatórios fiscais dos estados e do Distrito Federal¹ evidenciam recuperação de receita tributária no segundo semestre, após meses de perda de receita no início da pandemia. Tendo também em vista que houve socorro financeiro da União a esses entes e que a despesa primária de estados e DF teve queda real em 2020, entende-se como o superávit primário de estados mais DF foi maior em 2020 do que em 2019. Há que se ter cautela, no entanto, com conclusões sobre esse fôlego momentâneo dos estados. Existem incertezas referentes ao ano de 2021 e pressões já “contratadas” para aumento de despesas em 2022, com o agravante de que alguns estados mesmo antes da pandemia já passavam por crise fiscal.

É verdade que os estados encerraram 2020 com situação fiscal melhor do que se esperava nos primeiros meses de pandemia. Ainda em maio, a União fixou auxílio financeiro aos entes de R\$ 37 bi, no intuito de recompor perdas nominais com a arrecadação de ICMS nos seis primeiros meses da pandemia (abril a setembro)². Embora o auxílio tenha até sido considerado insuficiente por representantes estaduais em um primeiro momento³, a perda

¹Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) e Relatório de Gestão Fiscal (RGF). Fonte: SICONFI/STN.

²Texto no *Blog do Ibpe* em julho detalhou a evolução da discussão desse socorro para os estados: <http://bit.ly/307ZEFX>

³Ver: <http://glo.bo/3pghat3>

nominal de arrecadação de ICMS no período de abril a setembro ficou em apenas R\$ 12 bi, com a receita beneficiada, entre outros fatores, pelo efeito do auxílio emergencial no consumo e, por consequência, na arrecadação.

Para estados e DF, em todos os meses do segundo semestre, houve ao menos alta nominal da receita tributária⁴, que engloba ICMS, IPVA e outros tributos. De janeiro a dezembro, a receita tributária de estados e DF cresceu 2% na comparação com 2019. Os recursos extraordinários obtidos do governo federal aumentaram as transferências correntes a esses entes em 24% (Gráfico 7). Esses fatores ajudam a explicar a alta nominal de 7% da Receita Corrente Líquida (RCL) dos estados⁵. Corrigindo pelo IPCA, houve alta real da RCL, na comparação com o ano anterior, de 3,4%, próxima da alta de 2019 (3,9%) e acima da de 2018 (2,1%) (Tabela 4). Apenas três estados tiveram queda real de RCL, e apenas o Espírito Santo chegou a ter queda nominal, de 1,2%.

Do ponto de vista das despesas, era esperado que houvesse aumento de gastos, para o combate à Covid-19. Foi o que se observou nas despesas de estados e DF na função saúde⁶: aumento real (IPCA) de 10,7% na comparação com 2019, o maior crescimento interanual da breve série histórica disponível no SICONFI (desde 2016).

Mesmo assim, o crescimento das despesas estaduais foi bem inferior ao que se viu na União. As despesas primárias⁷ de estados e DF passaram por alta nominal de 2,6% no ano, ficando abaixo inclusive da alta de 2019 contra 2018 (3,6%). O aumento nominal das despesas com pessoal e encargos de 2,8%, abaixo da inflação medida pelo IPCA (4,5%), auxiliou nessa contenção do gasto, e houve espaço para mais despesas primárias com investimentos (alta de 20,8% em relação a 2019), dentre outros fatores para atender às demandas da saúde.

A alta na arrecadação, o socorro do governo federal e o controle das despesas estaduais durante o ano permitiram que o resultado primário do agregado de estados e DF fosse superavitário em R\$ 65 bi⁸, acima do observado em 2019 (R\$ 49 bi) ou 2018 (R\$ 21 bi). Contudo, esse cenário não deve estimular otimismo com as contas estaduais no futuro próximo.

Em 2021, não é previsto socorro excepcional da União aos estados em função da pandemia, como ocorreu em 2020, e os entes dependerão ainda mais da recuperação de sua arrecadação própria. Só que, se a arrecadação própria teve expansão no segundo semestre em muito influenciada pelo efeito do auxílio emergencial no consumo, não há garantia de que haverá em 2021 novo auxílio. Mesmo se aprovado, um novo benefício deverá ter orçamento bem inferior aos R\$ 293 bi gastos no programa em 2020. Além disso, a recuperação da atividade dependerá da incerta velocidade da vacinação, o que pode afetar a retomada da arrecadação.

Nas despesas, os estados também terão menos fôlego em 2021. Voltam a ocorrer pagamentos de dívidas junto à União que estavam suspensos em 2020, por efeito da Lei Complementar 173/2020. Na mesma lei, é vetado reajuste salarial para diversas categorias, no contexto da pandemia, mas essa suspensão cai já em 2022, ano eleitoral para governadores.

Leve-se em conta também que alguns estados, mesmo antes da pandemia, apresentavam difícil situação fiscal e recorriam a auxílio da União. Desde 2016, a União já cobriu R\$ 33 bi⁹ em garantias de operação de crédito não honradas pelos estados, sendo R\$ 13 bi em 2020. Ainda antes da pandemia, seis estados já eram de

⁴Utilizando os dados do Demonstrativo da Receita Corrente Líquida. Fonte: SICONFI/STN.

⁵Linha de receita referencial para o cálculo de limites legais de endividamento e de despesa com pessoal. Leva em conta a arrecadação própria e os recursos recebidos via transferências e faz deduções, por exemplo, das transferências aos municípios e ao FUNDEB.

⁶Despesas liquidadas, exceto intraorçamentárias, na função Saúde. Fonte: SICONFI/STN

⁷São levados em conta as despesas pagas e os restos a pagar pagos, que são as linhas utilizadas para o cálculo do Resultado Primário acima da linha divulgado pelo SICONFI/STN.

⁸Resultado Primário Acima da Linha divulgado pelo SICONFI/STN

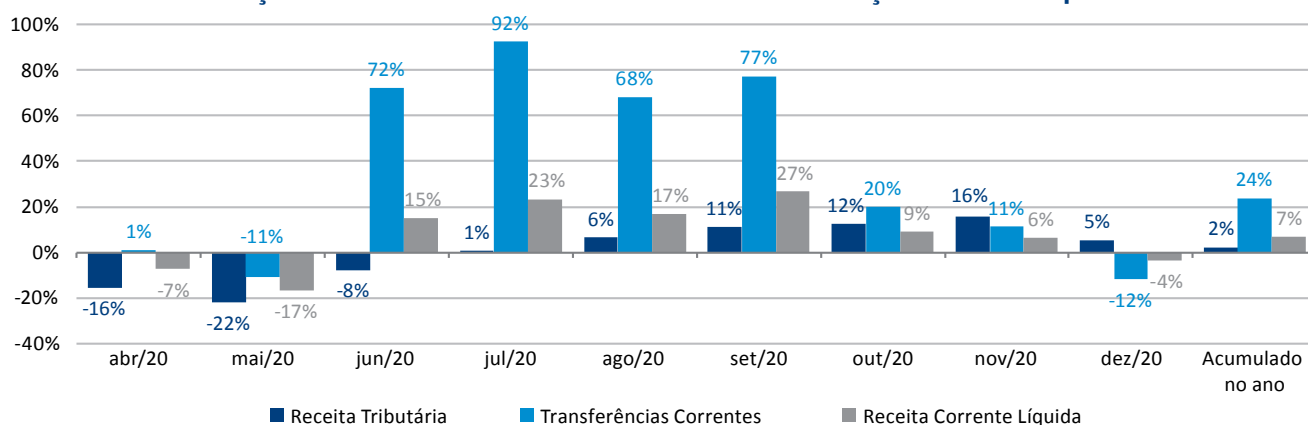
⁹Fonte: Relatório Mensal de Garantias Honradas, divulgado pelo Tesouro Nacional.

alguma forma beneficiados por suspensão de pagamento de dívida com a União e/ou não execução de contra-garantias, seja por participarem do Regime de Recuperação Fiscal RRF (RJ) ou por terem conseguido liminar que garantia essa benesse (RS, MG, GO, RN e AP).

Em 2021, a continuidade das mazelas trazidas pela Covid-19 e a dificuldade da União em aprovar mais gastos contra a pandemia sem descumprir suas regras fiscais trouxeram à tona um debate sobre a possibilidade de entes subnacionais assumirem papel mais preponderante nos gastos contra a Covid-19. Porém, os desafios que se apresentam à frente não encorajam esse protagonismo dos estados.

Embora tenha ocorrido superávit primário nesses entes, enquanto o déficit da União foi recorde, a situação de vulnerabilidade social gera demandas que os estados, com breve respiro antes de um novo mergulho em suas próprias dificuldades fiscais, não parecem aptos a financiar. Principalmente aqueles que, mesmo antes da pandemia, já passavam por crise fiscal e já dependiam de ajuda da União. Além do aumento das despesas com saúde, iniciativas importantes de auxílio à população já foram adotadas individualmente por alguns estados e municípios, e no que for possível, efetivamente devem ser encorajadas. Mas o protagonismo da União, mesmo que também esteja em situação fiscal complexa, ainda é importante para que haja um mínimo de socorro a toda a população.

Gráfico 7: Variação nominal da Receita de estados e DF em relação ao mesmo período de 2019



Fonte: SICONFI/STN.

Tabela 4: Receita Corrente Líquida dos Estados e Distrito Federal (a preços de jan/21, IPCA)

Rubrica	Receita				Variação		
	2020	2019	2018	2017	2020x2019	2019x2018	2018x2017
Receita Corrente (I)	1.045	1.019	982	951	2,5%	3,8%	3,2%
Receita Tributária	679	687	650	621	-1,1%	5,7%	4,7%
Transferências Correntes	259	216	213	210	20,0%	1,2%	1,5%
Outras Receitas Correntes	106	116	119	120	-8,7%	-2,2%	-1,4%
Deduções (II)	282	281	272	256	0,3%	3,5%	6,3%
Receita Corrente Líquida (I-II)	762	738	710	695	3,4%	3,9%	2,1%

Fonte: SICONFI/STN.

Setor Externo

Postergando a normalização

Livio Ribeiro

A excepcional conjuntura associada à Covid-19 teve impactos extremamente importantes sobre os principais indicadores, globais e locais, que são a base de construção das contas externas brasileiras. Choques na taxa de câmbio, na absorção relativa (crescimento global vs. crescimento doméstico) e nos termos de troca implicaram comportamento bastante particular da conta corrente e de suas fontes de financiamento durante o último ano.

Em nossa última atualização do cenário externo (out/2020), estimávamos um déficit em conta corrente de somente -0,4% do PIB (déficit de US\$ 4,2bi) em 2020. Apesar da melhora relevante em relação ao resultado de -2,8% do PIB (déficit de US\$ 50,7bi) em 2019, não esperávamos que fosse registrada uma folga no balanço de pagamentos: a excepcional conjuntura levou à forte contração dos fluxos de financiamento¹⁰ e, mesmo com módicos déficits em conta corrente, enxergávamos uma diminuição das reservas internacionais pouco menor que US\$ 20bi no ano passado.

Resultados mais fracos na balança comercial (em novembro e, especialmente, dezembro) e revisões nas séries históricas do balanço de pagamentos fizeram com que o déficit em conta corrente encerrasse 2020 em -0,9% do PIB (déficit de US\$ 12,5bi). Ainda que pior do que nossa estimativa original, manteve-se o brutal ajuste em relação ao ano anterior – a pandemia teve, de fato, profundos impactos na dinâmica do setor externo brasileiro.

Em paralelo, houve evidente melhora das condições de financiamento no decorrer do segundo semestre de 2020. Isso foi particularmente verdadeiro nos fluxos de portfólio (tanto renda variável como renda fixa) e na rolagem de empréstimos anteriormente contratados (especialmente no último trimestre do ano), ainda que fluxos de curto prazo (destacando créditos comerciais e adiantamentos cambiais) tenham se mostrado mais negativos ao final do ano.

Juntando Usos (o resultado em conta corrente e as amortizações de empréstimos) e Fontes de financiamento do balanço de pagamentos (investimento direto líquido, fluxos de portfólio, captações externas e fluxos de curto prazo), registrou-se um resultado deficitário de US\$ 14,2bi em 2020 – melhor do que esperávamos, mas ainda assim marcando o segundo ano seguido com financiamento insuficiente no balanço de pagamentos. Os resultados de 2019 e 2020 podem ser vistos na tabela a seguir.

¹⁰Devido ao enorme choque de financiamento enfrentado pelas economias emergentes no primeiro semestre de 2020, com fuga de capitais, busca por proteção e intensa depreciação de suas moedas.

Tabela 5: Usos e Fontes do Balanço de Pagamentos (2019 vs. 2020)

	2019	2020
Usos	-122.5	-66.6
Conta corrente	-50.7	-12.5
Amortizações	-71.8	-54.1
Recursos	96.5	52.4
Investimento direto líquido	46.4	50.6
Portfolio (carteira)	-10.2	-2.6
Captações (rolagem)	56.8	50.1
Outros fluxos	3.5	-45.8
Ativos de reserva	-26.1	-14.2
<i>Memo</i>		
Conta corrente (% PIB)	-2.8	-0.9

Fonte: Banco Central do Brasil.

Como se desenha o cenário para 2021? Para responder a essa pergunta, precisamos voltar ao comportamento do que chamamos de “condições de contorno”: diferencial de crescimento, termos de troca e comportamento da taxa de câmbio. A pandemia continua, com seus efeitos colaterais e políticas públicas desenhadas para minimizá-los: o cenário prossegue muito instável e sujeito a descontinuidades.

No diferencial de crescimento, é forçoso reconhecer que o processo de normalização da atividade (global e local) foi interrompido entre o final do ano passado e o início deste ano, confirmando nossa avaliação de que a retomada não seria linear. O recrudescimento da Covid voltou a afetar o cenário econômico, mesmo que de forma muito menos intensa do que a observada no 1º semestre de 2020; em paralelo, mais políticas públicas foram implementadas – especialmente no mundo desenvolvido – e as dúvidas quanto à perenidade do choque permanecem.

Do lado externo, o comércio global encerrou 2020 com desempenho melhor do que esperávamos, com contração de aproximadamente 10%. Para 2021, a recuperação continua sendo incompleta e, mais importante, sujeita a choques negativos no início do ano. Na segunda metade de 2021, a retomada deverá ser mais robusta. Lembramos ainda que a demanda externa específica para o Brasil é regida por condições distintas, e tem desempenho melhor do que a média devido à inequívoca aceleração relativa da China – o que traz, como efeito colateral, maior concentração e primarização de nossa pauta exportadora.

Do lado doméstico, nossos exercícios mais recentes indicam uma contração do PIB de -4,3% em 2020, com retomada importante da atividade durante o 2º semestre. Há, no entanto, clara moderação do crescimento ao final do ano passado, com reflexos no início deste ano. Esperamos que o PIB cresça 3,4% em 2021, com duas velocidades bastante distintas durante o ano – um 1º semestre fraco, e ainda sujeito a choques negativos adicionais, e uma retomada mais vigorosa na 2ª metade do ano, ainda que menos intensa do que a observada no mundo.

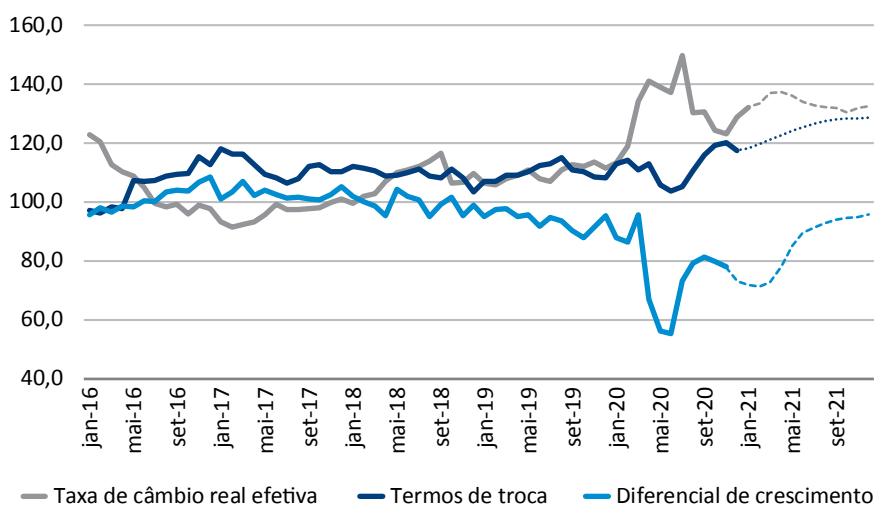
Nos termos de troca, temos destacado há algum tempo que nossa pauta comercial oferece certa blindagem frente ao choque da Covid-19. De início, a grande aceleração relativa da demanda chinesa impulsionou os preços de algumas *commodities* relevantes em nossa pauta exportadora (como soja, minérios e proteínas), mantendo preços de importação contidos. Com a retomada mais vigorosa do crescimento global e evidências cada vez mais claras de descompasso entre oferta e demanda no mundo, estamos em meio a um processo de reinfração que afeta tanto os bens exportados como os bens importados. Se antes víamos

termos de troca relativamente estáveis durante 2021, agora vemos crescimento relativo dos preços de exportação até o 3º trimestre deste ano.

Por fim, continuamos enxergando a moeda brasileira descolada do comportamento de seus pares, com evidências de que questões idiossincráticas são as maiores responsáveis por esse desempenho inferior¹¹. Com mais pressão política por gastos extraordinários, recrudescimento da pandemia, atrasos nos programas de vacinação e dificuldade para colocar em marcha um programa de reformas estruturais, temos um cenário-base no qual a moeda permanece pressionada no decorrer de todo 2021. Cenários em que a moeda se fortalece, comuns entre os analistas de mercado, parecem-nos, neste momento, otimistas.

Uma visão geral das condições de contorno para o setor externo brasileiro pode ser observada no gráfico abaixo. Comparado ao exposto na atualização anterior (out/2020), temos agora termos de troca claramente mais elevados em 2021, uma taxa de câmbio somente um pouco mais depreciada e crescimento mais moderado do diferencial de crescimento.

Gráfico 8: Fundamentos do setor externo brasileiro (2006=100)



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

Incorporando os dados recentes, estimando novas trajetórias para os fundamentos externos e reconhecendo que o processo de normalização da economia, diretamente ligado à questão sanitária, sofrerá atrasos, revisamos as nossas projeções para a conta corrente este ano: estimamos déficit de US\$ 12,9bi (anterior: US\$ 21,2bi) em 2021, o que seria consistente com -0,7% do PIB. O resultado deste ano seria, portanto, praticamente igual ao observado em 2020.

Ampliamos a estimativa de saldo comercial para US\$ 39,4bi (anterior: US\$ 35,3bi), com o crescimento mais que proporcional das exportações (frente às importações) refletindo, especialmente, uma elevação do diferencial de crescimento entre o mundo e o Brasil. Poderia ser ainda melhor; os números de importação já são mais elevados do que o sugerido estritamente pelos fundamentos devido à importação de plataformas de petróleo no início do ano.

¹¹FGV IBRE, *Blog do IBRE*. “Taxa de câmbio sob fogo amigo”, fev/2021.

Já na balança de serviços e rendas, o atraso na normalização econômica traz implicações principalmente sobre as dinâmicas de remessas de lucros e dividendos e gastos com turismo internacional – em ambos os casos, os déficits esperados são menores do que estimávamos anteriormente. Nas outras rubricas, os ajustes ocorridos foram marginais.

A tabela abaixo compila nossas projeções mais recentes (a anterior e a atual) e a atualização de cenário fornecida pelo Banco Central do Brasil em seu último Relatório Trimestral de Inflação (dez/20). Entendemos que os números oficiais ainda não refletem as mudanças no cenário prospectivo que ocorreram no passado recente; a diferença para as nossas projeções tende a ser menor do que o sugerido abaixo.

Tabela 6: Conta corrente em 2021(US\$bi e % do PIB)

	Anterior**	BCB***	Atual**
Conta corrente	-21.2	-19.0	-12.9
Balança comercial*	35.5	53.0	39.3
Exportações	214.2	221.0	228.0
Importações	178.7	168.0	188.7
Pagamento de juros	-13.9	-72.0	-14.3
Viagens	-5.8		-2.6
Lucros e dividendos	-17.7		-15.9
Fretes	-5.0		-4.9
Outros serviços e rendas primárias	-16.7		-16.6
Renda secundária	2.3		2.1
Conta corrente (%PIB)	-1.5%	-1.2%	-0.7%

*Conceito BCB, **Previsão anterior feita em set/20 e atual em fev/21, ***Previsão do RTI dez/20.
Fonte: Banco Central do Brasil e FGV IBRE.

Espera-se, portanto, mais um ano de déficits em conta corrente contidos, o que, em condições normais, levaria de forma relativamente simples a uma folga de financiamento no balanço de pagamentos. Em 2020, não foi assim – com choques relevantes nos fluxos globais de capitais em meio a uma conjuntura peculiar, o pequeno déficit foi acompanhado de carência de recursos e resultado negativo no balanço de pagamentos.

Ainda que a normalização econômica esperada para 2021 tenha sido postergada, algo evidente na dinâmica da conta corrente, pode-se dizer que os fluxos de capital já voltaram a uma dinâmica mais “normal”. Isso é particularmente verdadeiro a partir do último trimestre de 2020, com aumento das captações de novos empréstimos e influxos crescentes em portfólio (tanto renda fixa como renda variável).

Nem tudo, no entanto, está “normalizado”: os influxos em investimento direto continuam tímidos e ainda há saídas muito relevantes nos fluxos financeiros de curto prazo. Para 2021, nossa projeção atual é de resultado positivo no balanço de pagamentos (ou seja, elevação dos ativos de reserva) de US\$ 13,5bi (anterior: US\$ 19,5bi). A tabela a seguir compila nossas projeções recentes e compara com as (ainda incompletas) estimativas oficiais.

Tabela 7: Usos e Recursos do balanço de pagamentos (US\$bi)

	Anterior**	BCB***	Atual**
Usos	-88.4	-83.9	-77.0
Conta corrente	-21.2	-19.0	-12.9
Amortizações	-67.2	-64.7	-64.1
Recursos	107.9	-	90.5
Investimento direto líquido	54.2	-	40.3
Portfolio (carteira)	-3.7	-	12.5
Captações (rolagem)	48.9	-	53.5
Outros fluxos	8.5	-	-15.8
Ativos de reserva	19.5	-	13.5

Previsão anterior feita em set/20 e atual em fev/21. *Previsão do RTI dez/20.

Fonte: Banco Central do Brasil e FGV IBRE.

Em conclusão, espera-se alguma normalização dos indicadores do setor externo em 2021, com volta ao superávit no balanço de pagamentos em cenário de déficit em conta corrente bastante contido. Apesar de este ser um resultado mais usual, continuaremos operando sob os efeitos negativos da pandemia durante a maior parte de 2021. Com a posterior normalização da economia (local e global), devemos observar aumento no déficit externo e, salvo alguma questão negativa específica, maiores influxos financeiros que ajudem a financiá-lo.

Internacional

Economia americana: começo de ano forte

Samuel Pessôa

A economia americana cresceu 1,0% no 4º trimestre de 2020 sobre o trimestre imediatamente anterior. A queda em 2020 sobre 2019 foi de 3,5%, bem menos do que imaginado em meados de 2020. No 4º trimestre, o PIB dos EUA estava 2,5 pontos percentuais abaixo do nível do 4º tri de 2019.

Pela ótica da demanda, o consumo de serviços fechou o ano 6,8% abaixo do 4º trimestre de 2019, contribuindo com 3,1 pontos percentuais dos 2,5% de recuo do 4º trimestre de 2020 ante o 4º tri de 2019. Ou seja, qualquer normalização da economia americana – o mesmo vale para o Brasil – depende de uma solução mais definitiva para a epidemia. O consumo dos serviços não se normalizará enquanto estivermos com o vírus à espreita.

Segundo o acompanhamento da economia dos EUA no 1º trimestre pelo Federal Reserve (Fed, BC americano) de Atlanta, o ano começou com crescimento de 2,3% no primeiro trimestre. Já o acompanhamento do

banco central de NY indica crescimento de 1,6% no 1º trimestre. A média entre as duas projeções é de 2%. Esse crescimento no 1º trimestre gera um carregamento para o resto do ano de 4%: isto é, se o crescimento nos trimestres subsequentes for nulo, o crescimento da média de 2021 sobre 2020 será de 4%. Se nos próximos trimestres a economia crescer a 2%, o crescimento do ano sobre 2020 será de 7%.

Esse crescimento colocará no final do ano a economia 2 pontos percentuais acima da tendência vigente no período anterior à pandemia. Se a economia operava próximo ao pleno emprego no 4º trimestre de 2019, voltará a ele. Considerando que cada 2 pontos percentuais acima da tendência significam 1 ponto percentual a menos de taxa de desemprego, esse cenário significará que a economia no 4º trimestre de 2021 terá o mercado de trabalho 1 ponto percentual mais apertado do que o vigente no 4º trimestre de 2019.

Evidentemente toda essa recuperação depende de a vacinação avançar.

Nossas contas sugerem que essa trajetória da economia não produzirá surto inflacionário mas antecipará o momento em que a taxa básica de juros iniciará um ciclo de alta: do segundo semestre de 2024, como hoje se projeta, para o primeiro semestre (2024), ou até para o segundo semestre de 2023.

O grande tema, portanto, no início do ano, é o tamanho do pacote fiscal de 2020. Ele determinará em grande medida a velocidade de saída da crise produzida pela epidemia, sob a hipótese de que a vacinação progrida muito no primeiro semestre

Com Biden tendo a maioria das duas casas legislativas, há espaço para um pacote fiscal mais robusto. Se houver o robusto pacote fiscal que Biden pediu – US\$1,9 trilhão ou 9% do PIB –, somado aos 4% do PIB do pacote do final de ano de Trump, temos um impulso fiscal de 13% do PIB para entrar em 2021 (parte entrará em 2022 e 2023, pois são investimentos).

Por qualquer medida, esse pacote gerará um impulso fiscal superior à ociosidade da economia.

O cálculo dos políticos do Partido Democrata é que uma recuperação mais rápida redundará em uma boa eleição de meio de mandato, daqui a dois anos, o que garantirá um governo de maioria para Biden nos dois últimos anos de seu mandato. Esse é o jogo do pacote fiscal que o Congresso está discutindo agora. Assim, a política e o cronograma de vacinação jogam na direção de forte recuperação da economia americana em 2021.

Observatório Político

O Governo Bolsonaro em 2021: Coleção de Grupos vs Coalizão Interpartidária

Octavio Amorim Neto – Professor da EBAPE/FGV

No *Boletim Macro* de março de 2019, esta coluna afirmou o seguinte sobre a composição e a dinâmica do recém-empossado governo Bolsonaro: este não era uma coalizão, mas, sim, uma coleção de grupos com relações instáveis entre si e sem clara hierarquia. Os grupos eram os (1) filhos do presidente; (2) os militares; (3) os liberais liderados por Paulo Guedes; (4) os lavajatistas encabeçados pelo então ministro da Justiça Sérgio Moro; (5) a ala representativa do bolsonarismo radical; (6) os políticos de baixo coturno em alguns poucos cargos ministeriais; (7) a bancada parlamentar do PSL, sigla à qual Bolsonaro era filiado; e (8) a aglomeração

de partidos e legisladores conservadores e clientelistas sob a batuta de Rodrigo Maia, então presidente da Câmara dos Deputados¹².

A coleção começou a mudar de cara rapidamente. Ainda em 2019, Bolsonaro abandonou o PSL depois de uma rixa com Luciano Bivar, o presidente da agremiação. Sérgio Moro e o lavajatismo foram expelidos em abril de 2020. Os filhos do presidente, Guedes e a ala radical continuam lá, mas enfraquecidos. Os militares foram fortalecidos, mas ao preço de crescentes tensões com a cúpula das Forças Armadas institucionais. A partir de junho de 2020, com a prisão de Fabrício Queiroz, o faz-tudo da família Bolsonaro, o presidente da República passou a aproximar-se do Centrão para escapar de um processo de destituição, aproximação simbolizada pela nomeação do deputado Fábio Faria (PSD-RN) para o Ministério das Comunicações.

No começo de fevereiro de 2021, Bolsonaro selou seu entrosamento com o Centrão ao emprestar apoio decisivo à eleição de Arthur Lira (Progressistas-AL) e Rodrigo Pacheco (DEM-MG) às presidências da Câmara e do Senado, respectivamente. Ato contínuo, em 12 de fevereiro, o deputado João Roma (Republicanos-BA) foi nomeado ministro da Cidadania. Com essas manobras, Bolsonaro implodiu a liderança de Rodrigo Maia e rachou o DEM, o PSDB e o MDB, reduzindo consideravelmente a probabilidade de ser removido do cargo. Ou seja, foram fortalecidos os políticos de baixo coturno e a aglomeração de siglas conservadoras e clientelistas dentro do governo.

Vários analistas têm afirmado que, finalmente, Bolsonaro se rendeu aos ditames do presidencialismo de coalizão. Sim e não. Sim porque a coleção de grupos dentro do governo encontra-se hoje mais partidarizada. Não porque o governo ainda não possui as características típicas de um gabinete de coalizão majoritário.

A literatura acadêmica sobre o presidencialismo de coalizão mostra que uma coalizão majoritária é fruto um acordo interpartidário que ofereça ao chefe do Executivo um apoio legislativo de pelo menos 50% + 1 dos congressistas. Cinco passos devem ser dados para que isso aconteça: (i) a presença de políticos de pelo menos dois partidos chefiando a maioria dos ministérios; (ii) uma distribuição proporcional de cargos e recursos orçamentários a esses partidos; (iii) o uso hábil pelo presidente de suas faculdades constitucionais para definir a agenda do Congresso e coordenar aliados (sobretudo por meio de medidas provisórias); (iv) a utilização pelos líderes partidários de seus poderes parlamentares para acelerar a aprovação dos projetos de lei propostos pelo chefe do Executivo (aqui destaca-se o papel fundamental desempenhado pelo presidente da Câmara dos Deputados e pelo Colégio de Líderes); e (v) uma agenda programática compartilhada entre o presidente e os partidos governativos¹³.

O primeiro passo é uma condição necessária. Todavia, os outros quatro são alternativas substituíveis que podem ser adicionadas a (i). Isso significa que, ao montar um gabinete de coalizão, um presidente pode consolidar uma maioria legislativa fazendo as mais diversas permutações entre (ii), (iii), (iv) e (v). Bolsonaro tem se valido dessas quatro alternativas, mas ainda não cumpriu a condição necessária (i). Afinal, a maioria do seu gabinete ainda é composta por ministros apartidários e militares.

Através de vasta distribuição de cargos e verbas orçamentárias com o fito de eleger Lira e Pacheco, Bolsonaro acabou colocando a carroça na frente dos bois. No momento em que se escreve esta coluna (17 de fevereiro), o governo deve ser definido apenas como uma coleção de grupos um pouco mais partidarizada do

¹²Ver Octavio Amorim Neto, "Composição e dinâmica do governo Bolsonaro", *Blog do IBRE*, 27/03/2019, disponível em <https://blogdoibre.fgv.br/posts/composicao-e-dinamica-do-governo-bolsonaro>.

¹³Para uma discussão detalhada da bibliografia sobre o presidencialismo de coalizão, ver Octavio Amorim Neto, "Cabinets and coalitional presidentialism", In: Barry Ames (org.), *Routledge Handbook of Brazilian Politics* (New York: Routledge, 2018, pp. 293-312).

que em 2019, mas que, eventualmente, pode evoluir para uma coalizão majoritária. Para tanto, será necessário nomear mais representantes de partidos para substituir ministros militares e bolsonaristas radicais, tarefa que não é fácil, pois implica punir o núcleo duro de apoio do chefe do Executivo. Caso não faça isso, Bolsonaro corre o sério risco de pagar cada vez mais caro toda vez que precisar recorrer a (ii), (iii), (iv) e (v). Caso faça, suas principais promessas ao eleitorado em 2018 serão abandonadas de vez (a nova política, o liberalismo econômico e o combate à corrupção). É difícil resolver esse dilema, mas, por enquanto, Bolsonaro tem contado com a inestimável ajuda de uma oposição dividida, desmoralizada, sem líderes e sem projeto.

Este artigo expressa a opinião do autor, não representando necessariamente a opinião institucional da FGV.

Em foco IBRE

O contexto internacional e agenda da política de comércio exterior do Brasil

Lia Baker Valls Pereira

A tema do multilateralismo foi ressaltado na conferência de Davos pelos líderes das grandes potências mundiais. O que cada um entende por multilateralismo não é exatamente a mesma coisa. A identificação, que sempre foi equivocada, do liberalismo com o multilateralismo perde força e o tema dos sistemas nacionais de competição passam a fazer parte do novo contexto internacional. O comércio internacional não se resume a uma troca de mercadorias regida pelos preços relativos dos mercados.

O que esse novo contexto traz de mudança para a agenda de política de comércio exterior do Brasil nos próximos anos? Antes é preciso lembrar as principais diretrizes dessa agenda no atual governo.

O governo que tomou posse em 2019 apresentou entre seus objetivos a implementação de um programa de redução das tarifas de importações que promoveria um choque positivo sobre a produtividade da indústria brasileira. A proposta era avançar via liberalização unilateral e, ao mesmo tempo, promover acordos comerciais.

O término das negociações do Acordo Mercosul-União Europeia, em 2019, foi saudado como um exemplo do compromisso com a liberalização. No entanto, como todo acordo de livre comércio, esse também prevê exceções e cronogramas de redução tarifária de até 15 anos. Adicionalmente, declarações realizadas por representantes do governo brasileiro anunciavam que a via de reduções unilaterais não estava abandonada.

A pandemia do COVID-19 e a recessão mundial, em 2020, não eram cenários favoráveis para um amplo programa de liberalização, que não é neutro do ponto de vista distributivo. Não é por acaso que as economias desenvolvidas, como os Estados Unidos, possuem legislação específica (*Trade Adjustment Assistance*, de 1962, que foi ampliada e alterada ao longo dos anos) que preveem medidas de assistência a trabalhadores e firmas no caso de perdas associadas a danos causados por surtos de importações e reduções tarifárias. Não são medidas de implementação automática e o Executivo possui poder discricionário para adotá-las ou não. No caso brasileiro, com uma rede de proteção social precária, e com a urgência de tratar os efeitos da COVID, é totalmente justificado que o governo tenha adiado uma proposta ampla de redução tarifária.

Algumas medidas de redução tarifária ocorreram em 2020 e são explicadas pela necessidade de assegurar a oferta de equipamentos e medicamentos associados à pandemia. Outras visaram atenuar o efeito da alta de preços de produtos agrícolas, como a eliminação das alíquotas de importações de arroz, soja e milho, em caráter temporário. No entanto, outras mostram que a política comercial de liberalização ficou à mercê de interesses e pressões setoriais.

Além do caso da redução das tarifas sobre armas, chama atenção o anúncio da redução das tarifas de importações de 35% para 20% de brinquedos em novembro de 2020, adiada depois para dezembro de 2021, a partir de um cronograma de redução progressiva das alíquotas. A mudança veio após reclamações da Associação Brasileira de Fabricantes de Brinquedos (Abrinq). A justificativa do governo foi que a alíquota do Brasil só era menor que a do Afeganistão e de Zimbábue, mas há outros produtos que afetam diretamente os custos de produção das empresas, em que as tarifas brasileiras estão entre as mais altas do mundo. O anúncio dos brinquedos foi depois de o governo anunciar a redução das alíquotas para vídeo games, o que foi questionado por essa opção específica.

No dia 17 de fevereiro de 2021, foi anunciada a redução da alíquota de importações de bicicletas de 35% para 20%. Os fabricantes de bicicletas da Zona Franca de Manaus já reclamaram e a “*Aliança Bike*”, que no seu site explica que é “uma associação que tem como missão fortalecer o mercado de bicicletas e o seu uso por brasileiras”, comemorou a decisão. O desfecho é incerto.

Em suma, os exemplos mostram que o programa de liberalização tarifária unilateral parece estar preso a decisões *ad hoc* influenciadas por grupos de pressão.

E o Acordo Mercosul-União Europeia como um exemplo para a trajetória de liberalização? Voltamos ao parágrafo inicial deste texto. A inclusão de temas sobre mudanças climáticas, cláusulas de direitos do trabalho, entre outras, fazem parte integrante do “novo” contexto internacional. O Brasil não é um país de “menor desenvolvimento econômico” que possa ignorar essas questões e/ou esperar concessões na arena internacional.

O compromisso com o multilateralismo expresso em Davos pelos líderes das principais economias mundiais é um sinal positivo para o Brasil. Os ganhos do Brasil na área comercial sempre foram na arena multilateral, sejam temas de comércio (subsídios ao algodão pelos Estados Unidos) ou exceções na área de direitos de propriedade intelectual (o caso dos remédios de HIV desenvolvidos pelo Brasil), por exemplo.

Observa-se, porém, que o cenário multilateral mudou em termos de princípios. Para os Estados Unidos, as regras do multilateralismo são identificadas com o funcionamento das economias de mercado fundadoras da OMC (Organização Mundial do Comércio). Para a China, multilateralismo significa cooperação e procura por reconhecimento de diferenças. Para a União Europeia, conforme mostra o Acordo de Investimentos entre a União Europeia e a China, assinado em dezembro de 2020, é uma negociação que visa esclarecer e dar transparência às regras de conduta de cada parceiro. Ressalta-se que esse acordo tem aspectos importantes, em termos de compromissos com a atuação de empresas estatais e transferência de tecnologia.

Como destacamos em artigo publicado na Conjuntura Econômica (FGV IBRE, janeiro de 2021), uma questão crucial permanece: as regras do multilateralismo defendidas pelos Estados Unidos e as grandes economias que pertencem à OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) foram construídas tendo como referência as economias liberais de mercado. A China não se enquadra nesse modelo devido ao papel das políticas públicas como provedoras de subsídios e financiamentos para setores eleitos pelo governo como estratégicos para o desenvolvimento do país, além da atuação das empresas estatais.

Observa-se, porém, que o programa Biden para a recuperação da economia estadunidense prevê uma série de medidas que, do ponto de vista do governo chinês, mostram ações governamentais de apoio a setores específicos, similares a práticas chinesas. Um exemplo é o uso do “*Buy American*” (Compre América), uma

legislação vigente sobre compras governamentais para assegurar reserva de mercado para as empresas estadunidenses no valor de US\$ 600 bilhões. Além disso, a reserva de mercado para a indústria veio acompanhada de medidas para assegurar percentuais domésticos no valor adicionado. A iniciativa será um dos canais para assegurar que os investimentos em energia limpa e infraestrutura, que fazem parte do programa de Biden, sejam supridos majoritariamente por empresas dos Estados Unidos.

Outra se refere a “*Innovate in America*” (Inove nos Estados Unidos), que prevê investimentos da ordem de US\$ 300 bilhões em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e tecnologias de ponta. Aqui se mencionam carros elétricos, 5G, novos materiais, inteligência artificial, entre outros.

No espaço multilateral do comércio, é cada vez mais claro que não é possível manter o sistema de imposição de regras iguais em diferentes campos (lembramos que as regras da OMC tratam de temas como direitos de propriedade intelectual, serviços, investimentos, entre outros), como era o fio condutor das negociações nos anos 1990.

Essas questões parecem distantes para os operadores do comércio exterior do Brasil. No entanto, trocas comerciais passam pela economia política das relações econômicas internacionais entre países, que nem sempre são explicitadas de forma transparente.

O que se conclui?

Propor um programa de redução de custos para os setores produtivos via medidas de liberalização comercial, e que contemplem o tema dos impactos distributivos, deverá permanecer na agenda da política de comércio exterior, mas é crucial que as medidas sejam anunciadas em conjunto para todos os setores e com cronogramas transparentes de desgravação tarifária.

É preciso construir a agenda do Brasil na atuação dos organismos multilaterais como a OMC. O debate não é simplesmente a “favor ou contra políticas públicas que favorecem setores ou áreas, como inovação” e, sim, como negociar os limites para a convivência de sistemas nacionais pautados em princípios diferentes.

O mercado global não é “uma abstração” e os Estados Nacionais exercem influência nas regras das trocas comerciais e nas políticas que influenciam a competitividade das firmas e produtos. No momento em que grandes potências não chegam a um acordo sobre essas regras, países como o Brasil deveriam refletir sobre quais regras lhe interessam na agenda multilateral. Essa é uma agenda que deve ser priorizada em consonância com a política externa do país.



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 Srour (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

Livio 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.

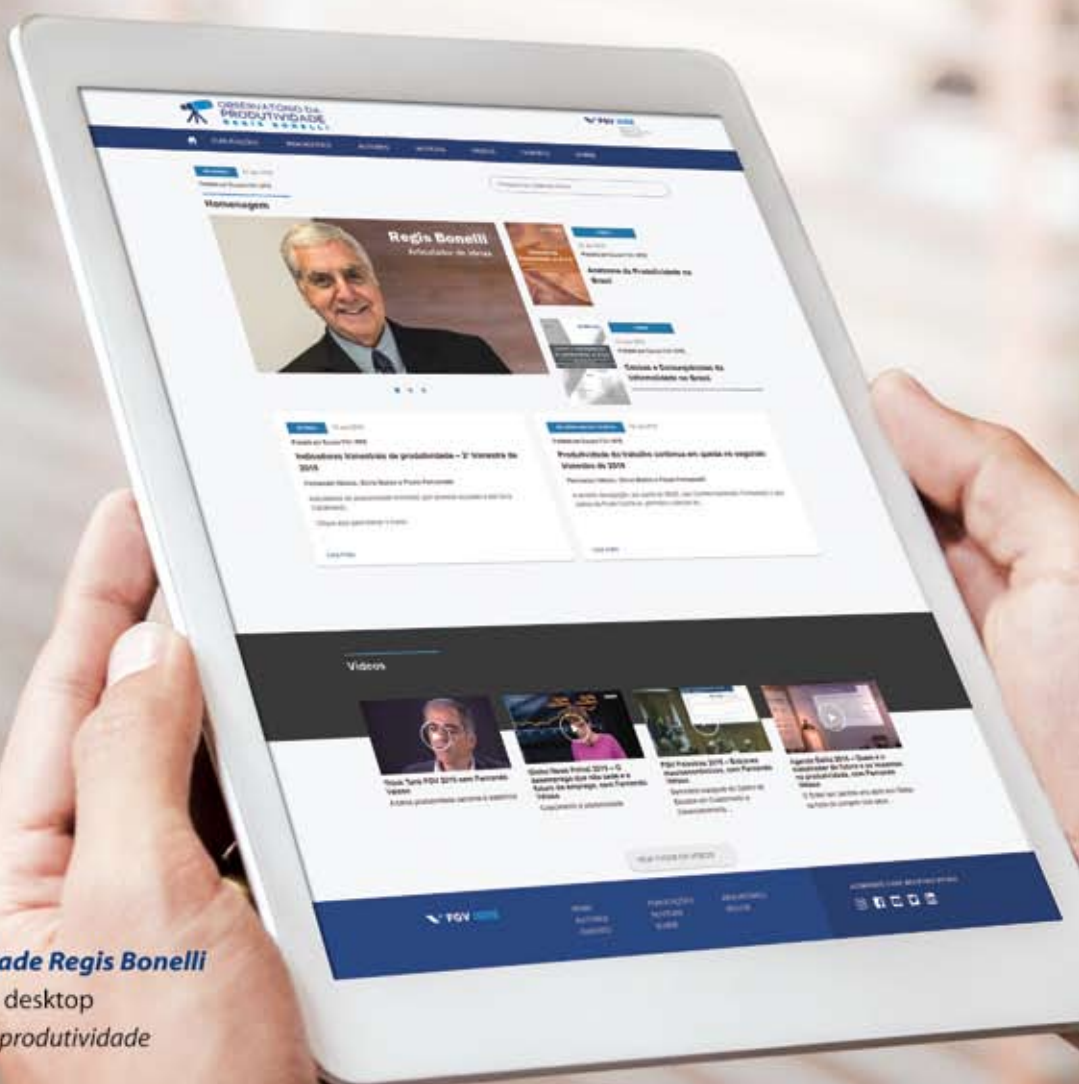
Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 19 de fevereiro de 2021. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado 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.



OBSERVATÓRIO DA
PRODUTIVIDADE
REGIS BONELLI

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>