


# Boletim MACRO

Março 2021 • Nº 117



## Piora da pandemia e os seus impactos na economia

Difícil acreditar que um ano já se passou desde que as medidas de distanciamento social se generalizaram e a pandemia se tornou o foco principal da atenção dos brasileiros



## 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](http://fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica)

# Piora da pandemia e os seus impactos na economia

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Difícil acreditar que um ano já se passou desde que as medidas de distanciamento social se generalizaram e a pandemia se tornou o foco principal da atenção dos brasileiros. Houve mudanças relevantes nesse período, mas essas não alteraram o fato de a crise sanitária ser um elemento determinante do ritmo de atividade econômica e do emprego.

Em especial, a corrida que se vê no Brasil entre a vacinação e o recrudescimento da pandemia é que vai ditar a hora, a intensidade e a dispersão da recuperação econômica. Neste começo de ano a pandemia está levando vantagem nessa disputa e o resultado deve ser um arrefecimento da recuperação ocorrida na segunda metade de 2020.

Nas últimas semanas, os números de casos e de mortes bateram recorde e vemos uma crescente taxa de ocupação de leitos hospitalares. Além disso, as preocupações sobre as novas variantes de Covid-19 contribuem para uma rodada de incerteza sobre qual será a intensidade e a extensão dessa nova onda, que tem sido bem mais devastadora que a do ano passado. A vacinação continua em ritmo muito lento, e muito aquém do necessário para conter a pandemia.

Assim, apesar de a atividade doméstica ter começado o ano com um resultado positivo nos indicadores mensais, esperamos desaceleração nas próximas divulgações. O Monitor do PIB (FGV IBRE) subiu 0,5% em janeiro, em relação ao mês anterior, enquanto o IBC-Br teve uma alta ainda mais forte, de 1,0%. Além de insuficiente para recolocar o país de volta à trajetória pré-pandemia, a retomada tem sido bem heterogênea entre setores, com a indústria de transformação mostrando bom resultado no início do ano, ao passo que o comércio e os serviços já estão em desaceleração, com destaque negativo para os serviços prestados às famílias e o setor de transporte. Um quadro que já não era bom deve piorar mais com as restrições adotadas recentemente, que devem se refletir em indicadores ruins de atividade a partir de março.

Essa dinâmica pode ser antevista a partir da piora que o recrudescimento da pandemia tem gerado nos índices de confiança. Uma prévia das sondagens, com dados coletados até o dia 10 de março, apontou quedas de 5,0 pontos do Índice de Confiança Empresarial (ICE) e de 7,8 pontos do Índice de Confiança do Consumidor (ICC), correspondentes a recuos, na margem, de 5,5% e 10%, respectivamente. Essas seriam as maiores retrações na margem desde abril de 2020, levando os índices ao menor nível desde junho do ano passado. A queda foi generalizada entre os setores, sendo especialmente forte no comércio e nos serviços.

Ou seja, os danos para a economia já estão contratados, mantendo o cenário muito negativo no curto prazo. A dúvida é se para a frente o ritmo de vacinação e, portanto, a economia vão melhorar.

Nossa avaliação é que o recrudescimento da pandemia tem efeito temporário na atividade, concentrado no primeiro semestre. Diante desse cenário, e levando em consideração os indicadores conhecidos até agora, esperamos, por ora, que o PIB caia 0,5% no primeiro trimestre e outro 0,5% no segundo. Para o restante do ano, o avanço da vacinação e a consequente reabertura gradual das atividades devem dar continuidade à recuperação, com o PIB crescendo 3,2% em 2021.

Esse valor encontra-se abaixo do carregamento estatístico, estimado em 3,6%: ou seja, na média, o PIB este ano deve ficar abaixo do patamar atingido no último trimestre de 2020. Nesse cenário, já levamos em conta a prorrogação do auxílio emergencial, que terá início em abril, totalizando R\$ 44 bilhões. Além disso, contabilizamos cerca de R\$ 50 bilhões em antecipação de décimo terceiro salário para abril e maio, suavizando a queda na renda das famílias.

Com relação ao comportamento dos mercados, o desempenho da bolsa, da taxa de juros e do câmbio sugere uma deterioração da confiança dos agentes. A frustração com o descontrole da pandemia e, consequentemente, a piora do cenário econômico reforçam o ambiente de alta incerteza. Apesar de o cenário internacional ser de retomada da economia mundial, com destaque para o forte crescimento dos EUA, superior ao de outros países desenvolvidos, o Brasil não tem se beneficiado desse ambiente. Pelo contrário, pode sofrer com pressões inflacionárias e uma menor capacidade de atrair capitais externos.

O crescimento global deve ser robusto em 2021, reforçado não apenas pela reabertura das economias, mas também pelos fortes e inéditos estímulos de política fiscal e monetária, contribuindo para a manutenção do cenário de valorização dos preços das commodities em dólar. Porém, como há forte depreciação cambial, a inflação de bens comercializáveis se intensifica e o risco de controle de tarifas públicas volta ao radar dos investidores. Merece destaque a previsão do Copom de que os preços administrados subirão 9,5% este ano. E esses temas se agravam com a pandemia e com a antecipação do quadro eleitoral para 2022.

Mais importante, talvez, é que dificilmente esse quadro irá se alterar rapidamente. A aceleração do crescimento econômico nos EUA e o risco de volta da inflação e de que, com isso, haja eventual redução de liquidez global podem impactar negativamente os países emergentes, especialmente aqueles com piores fundamentos.

Para reverter esse quadro será preciso políticas econômicas consistentes. O receio de uma guinada populista não será fácil de ser superado. Em particular, o texto aprovado da PEC emergencial ficou bem aquém do necessário. Entre vitórias e derrotas da equipe econômica durante sua tramitação, a PEC Emergencial esbarrou em velhas e conhecidas resistências, deixando para o futuro o ajuste prometido. Mais uma oportunidade perdida.

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

- **Atividade econômica – página 7:** Com o recrudescimento da pandemia neste início de ano, nossa projeção é de queda de atividade na maioria dos setores econômicos no primeiro trimestre. A retomada das medidas de distanciamento social deve impactar negativamente o setor de serviços, que, neste primeiro trimestre, deve se contrair em 1,0% TsT (-3,4% AsA). Com o fim do auxílio emergencial no começo do ano, nossa projeção é que a massa ampliada de rendimentos caia 1,0% no primeiro trimestre de 2021 em relação ao trimestre anterior. Com isso, o consumo das famílias deve recuar 3,3% TsT (4,4% AsA). Assim, nosso cenário base aponta retração de 0,5% do PIB tanto no primeiro quanto no segundo trimestre de 2021. Mesmo considerando uma recuperação ao longo do segundo semestre, o PIB deve encerrar o ano com crescimento de apenas 3,2%, abaixo do carregamento estatístico, estimado em 3,6%.

- **Expectativas de empresários e consumidores – página 8:** Os índices de confiança de empresas e consumidores, apesar de apresentarem sinais diferentes em fevereiro, continuaram refletindo a desaceleração da atividade no início de 2021. O cenário pode piorar rapidamente, a julgar pela prévia das sondagens realizada em 10 de março, com piora da situação corrente e deterioração das expectativas, principalmente do comércio e do setor de serviços. Com a necessidade de *lockdown* e maior restrição à circulação de pessoas, há uma natural retração dos consumidores, frente ao medo de demissões ou da redução de renda, com a interrupção ou diminuição de jornadas de trabalho. O que torna ainda mais urgente o controle do vírus e novos programas de ação para restaurar a saúde do País.
- **Mercado de trabalho – página 11:** A PNAD Contínua registrou em dezembro nova alta da taxa de desocupação com ajuste sazonal, chegando a 14,7% (13,9% sem ajuste), apenas 0,1 ponto percentual abaixo do projetado pelo FGV IBRE. Para janeiro, espera-se aumento para 14,3%, o que, dessazonalizado, representaria estabilidade, com viés de baixa. As horas trabalhadas em sua totalidade mostram que, no país, a população ainda está trabalhando cerca de 10% a menos do que na média de 2019, principalmente devido à ainda baixa taxa de participação – que, no entanto, tem aumentado junto com a jornada média de trabalho, que está apenas cerca de 1% abaixo do seu nível anterior à pandemia. A população ocupada, por sua vez, manteve seu baixo crescimento no último mês na série mensalizada, mostrando arrefecimento da recuperação do nível de ocupação no país. O Caged, finalmente, indicou alta de cerca de 250 mil vagas em janeiro de 2021, surpreendendo positivamente em relação às expectativas, ainda que aponte desaceleração nos últimos dois meses.
- **Inflação – página 15:** A aceleração da inflação ao produtor tende a se estender ao consumidor. A taxa acumulada em 12 meses pelo IPA ameaça superar 42,7%, patamar histórico registrado em abril de 2003. O espalhamento das pressões inflacionárias em diferentes segmentos industriais já pressiona os preços ao consumidor, fazendo a inflação de fevereiro registrar a maior alta para o mês desde 2016. De acordo com as previsões para os próximos meses, o IPCA poderá encerrar o primeiro semestre com taxa acumulada de 7% em 12 meses. Se a inflação ao consumidor alcançar tal patamar, há risco de a inflação de 2021 superar o limite superior da margem de tolerância do sistema de metas, de 5,25% (3,75%, a meta, mais 1,5 ponto percentual). Esse cenário reforça a necessidade de movimentos mais fortes na Selic para ancorar as expectativas.
- **Política monetária – página 16:** Expectativas de revigoração da inflação no exterior, cotações das commodities em reais em alta acentuada, crescimento de 75% em 12 meses dos preços das matérias primas no nível do produtor (30% no caso de bens intermediários), perspectiva de a inflação ao consumidor (IPCA) atingir mais de 7,0% em 12 meses a partir de maio, reformas econômicas e fiscais que não lidam adequadamente com o crescimento das despesas públicas obrigatórias, traços de populismo na condução da política econômica. São vários os fatores que põem em risco o controle das expectativas de inflação. Diante de tanta ameaça, o BC tratou de agir com firmeza. Alta imediata de 75 pontos da Selic, acima do que previam análises de mercado, e sinalização de mais 75 pontos na próxima reunião. Nosso analista argumenta que, dadas as circunstâncias, o BC fez o que de melhor poderia ser feito, com vistas a manter ancoradas as expectativas e procurar assegurar o cumprimento das metas de inflação..
- **Política fiscal – página 17:** A seção fiscal trata da PEC Emergencial. Ao seu objetivo original, de conter a dinâmica das despesas obrigatórias, de forma a gerar um gradual ajuste fiscal, se adicionou outro, de viabilizar um novo auxílio emergencial, em um cenário sem espaço fiscal, em que o teto de gastos



e a meta de primário não permitem acomodar mais despesas. Na prática, porém, se desidratou o texto da PEC, afastando-a de seu objetivo original, ao menos para a esfera federal. Dentre outras alterações, suprimiu-se a possibilidade de redução da carga horária e da remuneração do funcionalismo; restringiu-se o acionamento de gatilhos de contenção de despesa ao período da calamidade, em vez de o estender por mais dois exercícios; e retirou-se da lista de gatilhos o veto à progressão e promoção funcional de servidores. Mesmo as medidas de redução de gasto tributário, que poderiam contribuir para o ajuste via receita, parecem de difícil execução, dado que praticamente todos os benefícios fiscais não “blindados” na PEC Emergencial teriam de ser extintos para se cumprir o compromisso de reduzir o gasto tributário a 2% do PIB. O texto da PEC deu passo importante para a aprovação do auxílio emergencial para 2021 e para definição do mecanismo de flexibilização de regras fiscais durante calamidades. Deixou-se, para o futuro, no entanto, o ajuste prometido.

- **Setor externo – página 20:** A seção sobre o setor externo analisa a trajetória dos termos de troca a partir de diferentes óticas. Uma considera os índices agregados dos preços de exportações e importações, a segunda calcula os termos de troca a partir das cestas de commodities e a terceira a partir da cesta de não commodities. Observa-se que, no caso dos termos de troca das commodities, o índice supera os valores observados em 2010/2011. A queda nos preços de importações contribuiu para melhorar os termos de troca. Além disso, é destacado o impacto das importações das plataformas de petróleo nas análises sobre perspectivas do nível de atividade.
- **Internacional – página 22:** A mensagem da seção sobre a economia internacional é simples. Nosso analista sustenta que são descabidas comparações (atualmente comuns) entre o quadro inflacionário previsto para o futuro próximo nos EUA e o fenômeno inflacionário dos anos 1970 naquele país. Segundo ele, lá atrás, foram muitos os eventos que acabaram culminando em alta expressiva e persistente da inflação. Uma verdadeira sequência de acontecimentos importantes. Nada parecido com o que se espera na atualidade. Na sua visão, o impulso fiscal do Biden, num ambiente de certo otimismo com o andamento da vacinação nos EUA, provocará uma espécie de “corcova inflacionária”; ou seja, um fenômeno de alta mais acentuada do crescimento dos preços, reversível em prazo relativamente curto. Ilustrações gráficas indicam que os participantes de mercado parecem concordar com a visão expressa no texto, pois as expectativas de inflação embutidas nos preços de mercado mostram-se bem-comportadas num horizonte de tempo mais longo do que os próximos anos.
- **Em foco IBRE – página 25:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria dos pesquisadores Claudio Considera e Juliana Trece, o tema é: “O setor de serviços foi o principal responsável pelo fraco desempenho da economia em 2020.”

## Atividade econômica

Após divulgação do PIB do último trimestre de 2020, a desaceleração da atividade econômica se intensifica no início de 2021

Silvia Matos, Marina Garrido e Mayara Santiago

O PIB surpreendeu e encerrou 2020 com uma queda de apenas 4,1%. A surpresa deveu-se, na maior parte, ao crescimento médio de 5,4% por trimestre na segunda metade do ano. O grande volume de recursos transferidos às famílias, em particular cerca de R\$294 bilhões de auxílio emergencial, estimulou sobremaneira o consumo de bens, permitindo que a indústria e o comércio voltassem no segundo semestre aos níveis pré-pandemia. Por outro lado, o setor de serviços permanece 2,16% aquém do patamar no final de 2019, sendo bastante afetado pelas medidas de distanciamento social.

Mesmo com boas notícias no final de 2020, este ano teremos duros obstáculos pela frente, como o agravamento da pandemia e, consequentemente, medidas de distanciamento social, bem como o lento processo de vacinação. Além disso, haverá fortes restrições fiscais que impedem estímulos da mesma magnitude do ano passado, em conjunto com o processo de normalização da política monetária.

Assim, nosso cenário base aponta retração de 0,5% do PIB tanto no primeiro como no segundo trimestre deste ano. Mesmo considerando uma recuperação ao longo do segundo semestre, o PIB deve encerrar 2021 com crescimento de apenas 3,2%, abaixo do carregamento estatístico, estimado em 3,6%. Nesse cenário, já levamos em conta uma prorrogação do auxílio emergencial, que terá início em abril e se estenderá por quatro meses, totalizando R\$44 bilhões. Além disso, contabilizamos cerca de R\$50 bilhões em antecipação de décimo terceiro salário para abril e maio, suavizando a discrepância entre primeiro e segundo semestres deste ano.

Pelo lado da oferta, a agropecuária é o principal destaque neste primeiro trimestre, e deve ter avançado 2,4% em relação ao trimestre anterior (AsA 0,8%). Porém, os outros dois setores, indústria e serviços, estarão em queda no primeiro trimestre. Projetamos que a indústria terá uma retração de 1,7% no primeiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, devido à forte contração da indústria de transformação, de 3,6% TsT (1,5% AsA), dada a perda de renda das famílias. Projetamos que a massa ampliada de rendimentos – que inclui os rendimentos do trabalho, benefícios de proteção social e previdenciários – caia 1,0% no primeiro trimestre deste ano em relação ao trimestre anterior. No setor de serviços, chama atenção a importante desaceleração de comércio, transportes e outros serviços. Para o setor agregado de serviços, a expectativa é de contração de 1,0% TsT (-3,4% AsA)

**Tabela 1: PIB projeções**

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

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

Os principais destaques positivos do PIB pela ótica da demanda estão relacionados às importações e exportações, cujas previsões de alta são de 6,6% e 6,0% (TsT) respectivamente. Já o investimento, o consumo das famílias e do governo devem se contrair no primeiro trimestre deste ano. Projetamos uma queda acentuada de 6,6% do investimento, mas os dados do ICOMEX mostram que a importação de bens de capital subiu 12,3%, em média, no primeiro bimestre, na comparação com o mesmo período do ano anterior. Porém, ao excluir as plataformas de petróleo, teríamos retração de 16,7%.

Por sua vez, o consumo das famílias deve cair 3,3% TsT (-4,4% AsA), diante do agravamento da pandemia no trimestre. Além disso, a extensão do auxílio está programada para vigorar a partir do final do mês de março, e, conseqüentemente, seus reflexos devem ser percebidos apenas a partir do segundo trimestre, mesmo que em menor intensidade do que no ano passado. Apesar do auxílio, a massa ampliada de rendimentos deve registrar queda de cerca de 6% ao longo deste ano quando comparado a 2020, pois o volume de recursos liberados em 2021 será muito menor do que no ano passado.

Há ainda muita incerteza sobre o desempenho da economia este ano. O processo de vacinação está em andamento, mas o ritmo continua muito lento. A pandemia deve permanecer fora de controle por um período mais extenso, devido às novas cepas do vírus, com necessidade de medidas de paralisação das atividades não essenciais por um tempo mais prolongado. 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. Novos atrasos no processo de imunização da população, piora na percepção do risco fiscal e desafios do cenário político são alguns fatores que devem abalar a frágil retomada econômica, tornando o cenário ainda mais desafiador.

## Expectativas de empresários e consumidores

### Nova onda deteriora ainda mais a confiança

Aloisio Campelo e Viviane Seda Bittencourt

Com o fim do período de concessão de auxílio emergencial em 2020 a mais de 60 milhões de brasileiros e o surgimento de uma nova onda de Covid-19 no país, os índices de confiança recuaram em janeiro pelo quarto mês seguido. Em fevereiro, seguiram caminhos distintos, com queda de 1,8 ponto do Índice de Confiança Empresarial (ICE), para 91,1 pontos, e alta do Índice de Confiança do Consumidor (ICC) para 78,0 pontos, uma acomodação após as fortes quedas ocorridas nos meses anteriores.

Em março, o recrudescimento da nova onda de Covid-19 vem levando as redes de atendimento hospitalar de diversas capitais ao colapso e provocando uma deterioração rápida do quadro econômico, que se tornou ainda mais desafiador para empresas e consumidores. Uma prévia das sondagens<sup>1</sup> realizada com dados cole-

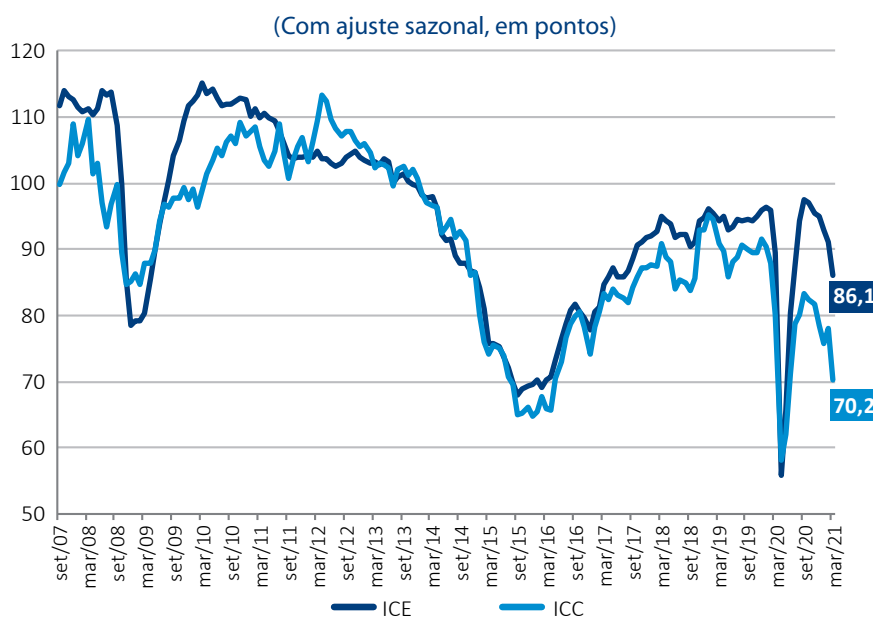
<sup>1</sup>A publicação pelo FGV IBRE de resultados prévios das sondagens em março de 2021 visa a levar informações tempestivas ao conhecimento público num momento de rápidas mudanças no ambiente econômico. Os números prévios foram obtidos com 2575 empresas e 1010 consumidores e devem ser tratados com cautela.



tados até o dia 10 de março corrobora essa preocupação. Caso se confirme, o Índice de Confiança Empresarial (ICE) cairia 5,0 pontos, para 86,1 pontos, e o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuaria 7,8 pontos, para 70,2 pontos. Essas seriam as maiores quedas na margem desde abril de 2020 e levariam os índices ao menor nível desde junho do ano passado.

O resultado é influenciado principalmente pela deterioração das expectativas tanto de consumidores quanto de empresas.

**Gráfico 1: Confiança de consumidores e empresários\***



\*Resultados preliminares até 10 de março. Fonte: FGV IBRE

A piora das expectativas é mais acentuada nos setores de Comércio e Serviços, mais afetados em quadros de crescente número de medidas de isolamento social e *lockdown* em diversas capitais. O patamar de confiança para esses setores volta a cair aos níveis observados no bimestre maio-junho, criando um alerta para as consequências que isso pode gerar em relação a emprego e renda.

**Tabela 2: Índices de confiança setoriais e do consumidor – Nível e evolução recente**

	Varição no mês (em ponto)	Varição MM3 (em pontos)	IC	ISA	IE
Indústria	▼ -1,9	▲ 1,4	106,0	113,1	98,8
Serviços	▼ -6,3	▼ -3,1	76,9	75,0	79,1
Comércio	▼ -17,1	▼ -5,9	73,9	79,7	69,2
Construção	▼ -3,5	▼ -1,8	88,5	87,0	90,3
<b>Empresarial</b>	<b>▼ -5,0</b>	<b>▼ -3,0</b>	<b>86,1</b>	<b>90,4</b>	<b>82,7</b>
Consumidor	▼ -7,8	▼ -2,8	70,2	66,0	74,5

Fonte: FGV IBRE.

Com esse cenário, a situação das empresas de serviços, que já vinha se deteriorando no início do ano, pode se agravar ainda mais. Os indicadores de emprego no âmbito empresarial já mostravam, em fevereiro, uma desaceleração no processo de contratações em todos os setores, com destaque para Serviços, que sinaliza possibilidade de demissões.

Quesito extraordinário incluído em fevereiro mostrou que mais de 18% das empresas de serviços ainda não conseguem visualizar o momento de retorno à normalidade e 33,8% têm esperança de que a situação se normalize até o final de 2021. A situação é ainda mais crítica para os serviços de hospedagem, em que os percentuais sobem para 27,5% e 53,5%, respectivamente.

**Tabela 3: Quesitos extraordinários empresariais – Retorno à normalidade**

Setores	Em quanto tempo a empresa espera que sua atividade volte à normalidade (situação similar ao período anterior à pandemia – fev/20)?				
	A pergunta não se aplica, pois a empresa está operando normalmente ou acima do nível anterior à pandemia	Até o final do primeiro trimestre	Até o final do segundo trimestre	Até o final de 2021	A empresa ainda não consegue visualizar o retorno à normalidade
Empresarial	35,9	7	14,9	27,7	14,5
Indústria de Transformação	54,8	3,6	10,8	20,5	10,3
Serviços	22,2	8,6	16,8	33,8	18,6
Varejo Ampliado	32,3	8,7	17,5	27,5	14,0
Setor da Construção	37,2	9,3	15	26,6	11,9

Fonte: FGV IBRE.

As repercussões políticas e econômicas recentes, diante da piora da crise sanitária no país e das novas cepas do vírus, tendem a elevar novamente os níveis de incerteza, ainda que o programa de vacinação seja acelerado. Isso contribuirá para que a população redobre suas restrições ao consumo frente ao medo de demissões ou redução de renda com a interrupção ou diminuição de jornadas de trabalho, ainda que seja levado em consideração o pagamento do novo auxílio emergencial para as classes de renda mais baixa a partir de abril. Tornam-se urgentes o controle do vírus e novos programas de ação para restaurar a saúde do País.

## Mercado de trabalho

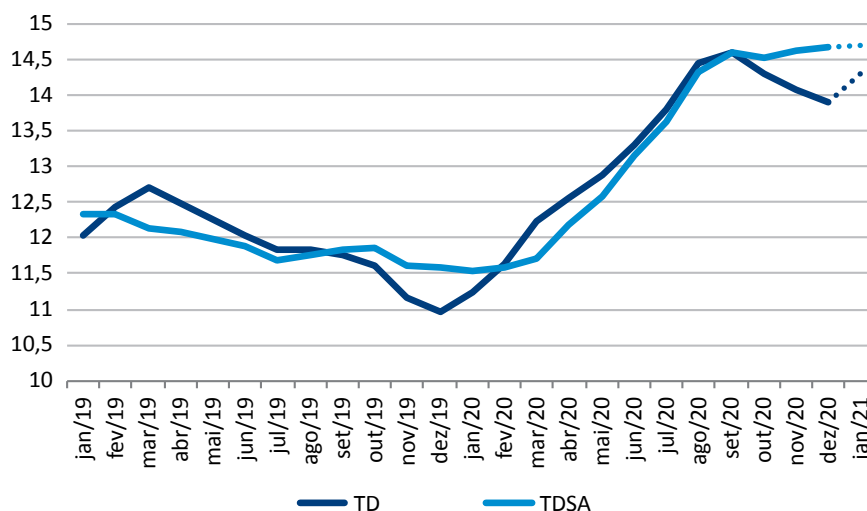
Taxa de desemprego registra alta mais uma vez na série dessazonalizada, com horas trabalhadas se recuperando mais fortemente pelo avanço da jornada de trabalho, mas ainda limitadas pela baixa participação média na força de trabalho. Caged surpreende de forma positiva

Daniel Duque

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) divulgou sua edição de dezembro, com alta da taxa de desocupação na série dessazonalizada. Apesar de redução mensal de 14,1% para 13,9%, com ajuste sazonal houve aumento de 0,1 ponto percentual entre o trimestre móvel terminado em novembro e o findo em dezembro.

O resultado da taxa de desocupação foi próximo do esperado pelo FGV IBRE (14%), com viés positivo. Esse nível de desocupação é, novamente, o maior da série histórica, como esperado. Para janeiro, a expectativa é que o percentual de desocupados fique em 14,3%, o que, com ajuste sazonal, será equivalente a uma estabilidade com viés de alta, com o percentual se mantendo em 14,7%.

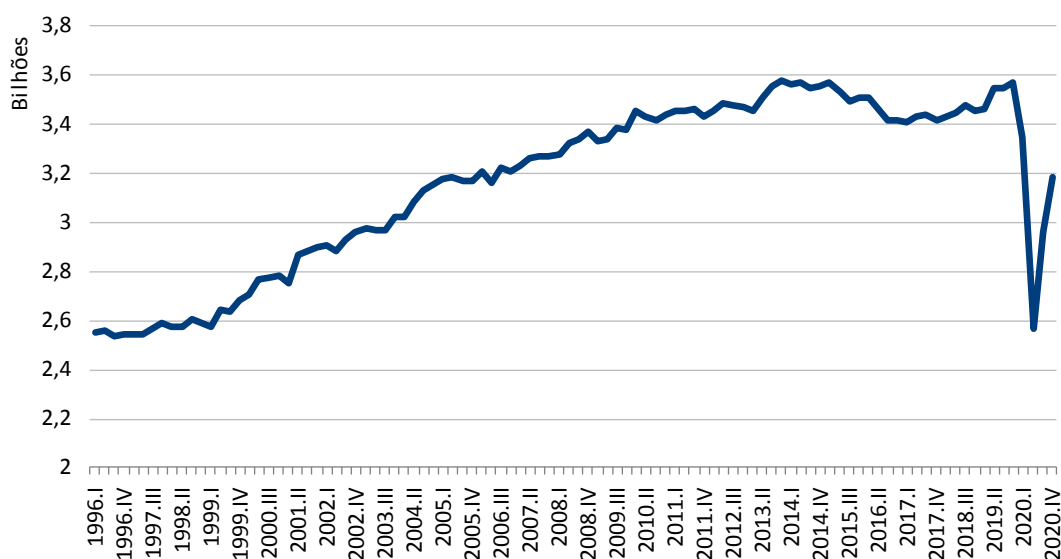
Gráfico 2: Taxa de desemprego 2019-21



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

A queda e a recuperação do uso do fator trabalho na atividade econômica do Brasil, em sua totalidade, são mensuradas pelo agregado de horas efetivamente trabalhadas no país. Em uma série retropolada até 1996, vê-se que o nível do último trimestre de 2020 está ainda quase 10% abaixo da média do ano anterior.

**Gráfico 3: Horas Trabalhadas com Ajuste Sazonal**



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

As horas trabalhadas podem ser decompostas em uma expressão multiplicativa de três termos: a jornada de trabalho média, a taxa de ocupação (complemento do desemprego) e a força de trabalho. Aplicando o log aos dois lados da equação, tem-se termos aditivos, de modo a determinar a importância relativa de cada fator para a variação total das horas trabalhadas. Os resultados são mostrados na tabela abaixo.

**Tabela 4: Decomposição das Horas Trabalhadas em 2020, com Ajuste Sazonal nas variáveis**

		Jornada Média	Taxa de Ocupação	Força de Trabalho	Horas Trabalhadas
2020.I	Dif. Log % do total	-5.2% 83.5%	-0.3% 4.1%	-0.8% 12.4%	-6.3% 100.0%
2020.II	Dif. Log % do total	-16.2% 61.0%	-1.3% 4.9%	-9.1% 34.2%	-26.5% 100.0%
2020.III	Dif. Log % do total	15.6% 109.5%	-1.5% -10.7%	0.2% 1.2%	14.2% 100.0%
2020.IV	Dif. Log % do total	4.0% 56.3%	-0.6% -8.9%	3.8% 52.6%	7.1% 100.0%
2020.IV/2019.IV	Dif. Log % do total	-1.78% 15.6%	-3.70% 32.5%	-5.90% 51.9%	-11.4% 100.0%

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

Obs: diferença do log entre períodos de uma variável é próxima da sua variação percentual.

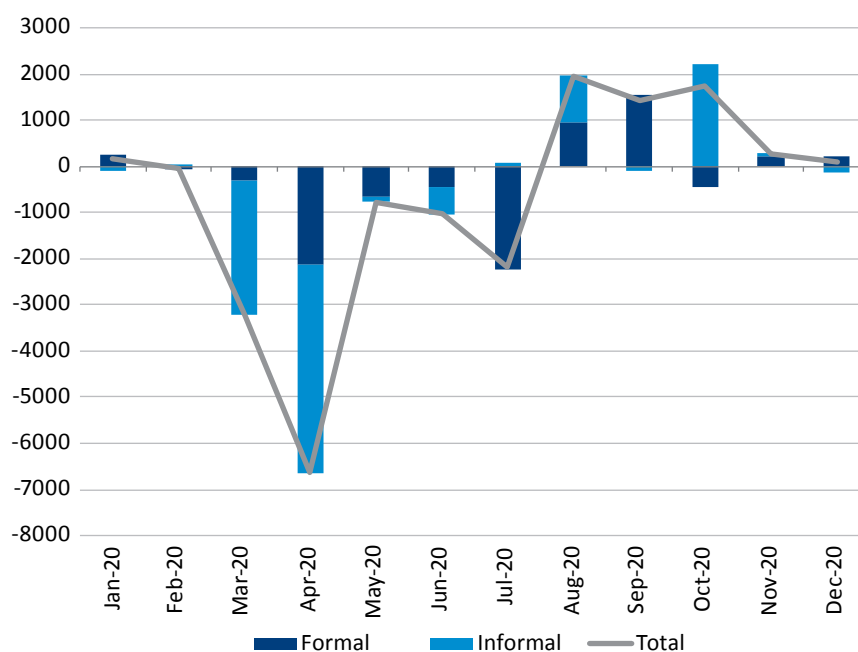
Como se pode ver, a queda da jornada média nos primeiros trimestres representou a maior parte da redução de horas trabalhadas, e a jornada média também foi responsável por mais do que o total da forte alta das horas trabalhadas no terceiro trimestre, com queda da taxa de ocupação e estabilidade da força de trabalho. Já

no último trimestre, a jornada média respondeu por metade da recuperação – mais moderada –, para a qual a alta da participação na força de trabalho também teve importante papel.

Comparando com o último trimestre de 2019, antes da pandemia, todas variáveis ainda estão em nível inferior, mas principalmente a força de trabalho e a taxa de ocupação, com a jornada média do último trimestre de 2020 já bem próxima do registrado no final do ano anterior. Destaca-se ainda que a população ocupada formalmente em média já trabalha tantas horas quanto em 2019, sendo a diferença no total de horas trabalhadas inteiramente devida aos informais.

Ainda que a taxa de desemprego continue em elevação, esse movimento é puxado pelos fortes aumentos da força de trabalho, de modo que a população ocupada está registrando altas, ainda que menores. Tal movimento, na margem, é mostrado no gráfico abaixo. Como é possível notar, a recuperação, além de oscilante em sua composição de formalização, também tem sofrido forte arrefecimento nos últimos dois meses – potencialmente já como consequência imediata da nova piora dos casos de Covid-19, e consequência defasada da redução do valor do auxílio emergencial, com impactos negativos no consumo.

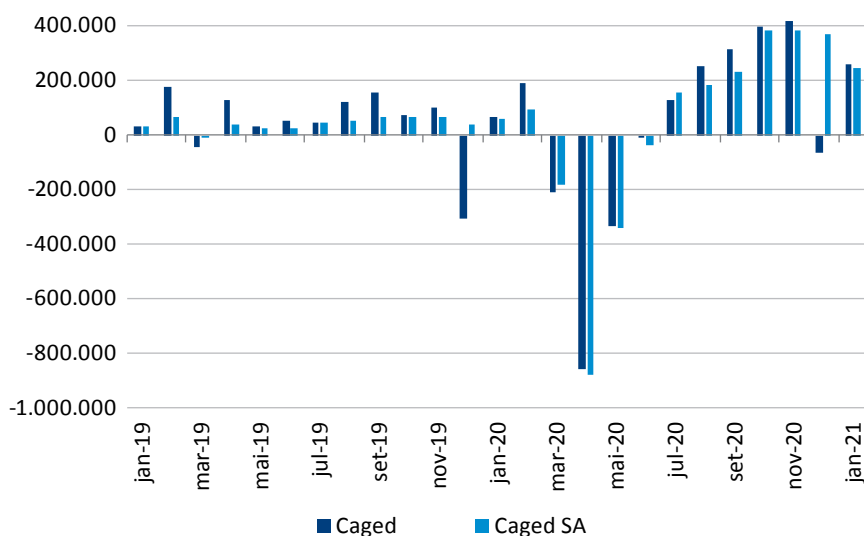
**Gráfico 4: Diferença mensal de ocupação, por status de formalidade, com ajuste sazonal (milhões)**



Fonte: PNADC (IBGE) mensalizada com base na metodologia do BC.  
Elaboração: FGV IBRE. Obs: Ocupados por conta própria com CNPJ considerados como formais.

O Caged, por outro lado, em janeiro de 2021 registrou abertura de cerca de 260 mil vagas, o que representa saldo positivo de 240 mil vagas quando dessazonalizado. O resultado, ainda que confirme desaceleração recente, surpreende positivamente, tendo em vista a projeção de 188 mil do Ibre.

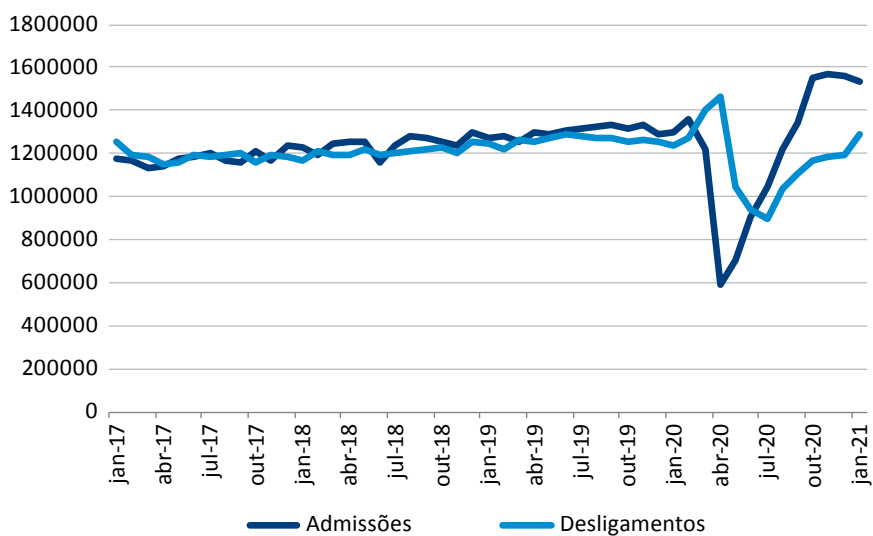
**Gráfico 5: Saldo de Vagas do Caged 2019-21**



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

Como se vê no gráfico abaixo, enquanto os desligamentos voltaram ao nível anterior à pandemia, as admissões se elevaram vertiginosamente do segundo para o terceiro trimestre, mantendo-se em níveis elevados nos meses seguintes. Esses fatores combinados levaram aos elevados saldos recentes do Caged.

**Gráfico 6: Admissões e Desligamentos do Caged com Ajuste Sazonal**



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



# Inflação

## Inflação pode fechar o ano próximo do teto da margem de tolerância

André Braz

O aumento dos preços de commodities importantes continua a se espalhar pela cadeia produtiva, influenciando os preços de inúmeros suprimentos industriais.

Segundo o Índice de Preços ao Produtor (IPA), os preços de bens intermediários e bens finais, especialmente no resultado de fevereiro, apresentaram destacada aceleração, sendo as principais contribuições para a inflação ao produtor do mês passado.

Pressões antes muito concentradas na indústria alimentícia chegam agora a outros segmentos.

Entre os bens intermediários, não faltaram exemplos de insumos – com destacada importância na cadeia produtiva de diferentes segmentos industriais – registrando aceleração em seus preços. Nos suprimentos agropecuários, por exemplo, em que estão itens como rações, defensivos agrícolas e fertilizantes, os preços avançaram acentuadamente em fevereiro, subindo em média 9,3%, fazendo tais itens acumularem alta de 35,8% nos últimos 12 meses. Os preços das embalagens, que servem a setores diversos, também registraram importante movimento em fevereiro, subindo 4,7% e acumulando alta de 29% em 12 meses. Na esteira dos aumentos de preços também estão materiais e componentes para construção, que subiram 4,7% em fevereiro e acumulam alta de 32,7% em 12 meses; e insumos petroquímicos, aqui representados pelo item do IPA Materiais para Manufatura, cuja taxa subiu 6,8% em fevereiro, fazendo tais insumos acumularem alta de 47,3% em 12 meses.

Aqui os combustíveis – que exerceram especial influência na inflação de fevereiro – merecem o devido destaque. O IPA, que mede a evolução dos preços dos combustíveis na refinaria, registrou alta de 14,1% para o diesel e 19,2% para a gasolina em fevereiro, o que os fez responder por quase 20% do resultado do IPA, que subiu 3,4% no mês passado.

Ainda no índice ao produtor, os Bens Finais, grupo que reúne produtos que já estão mais próximos do varejo, subiram 1,8% em fevereiro, mais que o dobro do aumento de janeiro, que havia sido de 0,8%. Aqui, os destaques não foram os alimentos, mas sim bens de consumos duráveis, como eletrodomésticos, e bens de investimento, como veículos leves e pesados.

Com o espalhamento das pressões inflacionárias no IPA, é questão de tempo para que cheguem ao consumidor. E o resultado do IPCA de fevereiro parece confirmar o que antes era mera expectativa. O índice oficial subiu 0,86%, bem acima da mediana da expectativa do mercado, de modesto 0,7%. Esse resultado – ainda que em parte tenha sido influenciado por efeitos conhecidos, como reajuste das mensalidades escolares – surpreendeu e nos convida a reavaliar nossa expectativa de inflação para 2021, que a cada semana se distancia mais da meta de inflação.

Para março, o Monitor da Inflação antecipa taxa em torno de 1% para o índice oficial; se confirmada, o IPCA acumulará inflação de 2,1% no primeiro trimestre, 1,5 p.p. acima da registrada no primeiro trimestre de 2020. Como dito anteriormente, o avanço da inflação ao produtor antecipa que as pressões inflacionárias estão chegando ao consumidor e se difundindo para além do grupo alimentação. O comportamento da taxa em 12 meses de bens semiduráveis e duráveis mostra que a inflação está acelerando em tais grupamentos. Os bens semiduráveis, por exemplo, registraram taxa negativa entre maio e dezembro de 2020, mas, em fevereiro de

2021, a taxa em 12 meses já acumula alta de 1,32%. Entre os bens duráveis a recuperação foi mais rápida. Em maio de 2020, o grupo registrava queda de 1% em 12 meses, mas em fevereiro de 2021, a taxa está em 5,8%, superando o IPCA, que acumula alta de 5,2%.

O último estágio para a plena difusão das pressões inflacionárias está no setor de serviços, que persiste com inflação de 1,4% em 12 meses, número abaixo da taxa de 1,7% registrada no final de 2020. A letargia desse segmento tem a ver com a queda na atividade e com paralisações impostas por órgãos públicos na tentativa de conter o avanço da pandemia, principalmente enquanto cresce o número de infectados e parte considerável da população segue sem imunização.

Diante desse cenário, a expectativa é de que o IPCA feche o primeiro semestre com variação em 12 meses próxima de 7%, número que corresponde a quase o dobro da meta de inflação. Recuos mais expressivos na taxa acumulada em 12 meses devem ocorrer só no último trimestre, mas há risco de tais recuos não serem suficientes para garantir inflação abaixo da margem de tolerância (5,25%, a meta de 3,75% mais 1,5 ponto percentual).

Os movimentos aguardados para Selic serão importantes para garantir a ancoragem das expectativas e, quem sabe, garantir que a inflação encerre o ano dentro da margem de tolerância, patamar por ora ameaçado, diante do avanço das pressões inflacionárias.

## Política monetária

### BC respondeu com firmeza à piora do cenário para a inflação

José Júlio Senna

Nas últimas semanas, o ambiente econômico no Brasil sofreu expressiva deterioração. A alta recente dos juros americanos certamente contribuiu para isso. Movimentos significativos no mercado de renda fixa nos Estados Unidos costumam produzir efeitos em outros lugares.

A alta tem sido bem expressiva. No segmento de dez anos, por exemplo, os juros dos papéis governamentais passaram de uma média de 0,65%, no terceiro trimestre de 2020, para uma taxa média superior a 1,5%, agora em março. No pior momento, logo após a decisão do Fed tomada nesta última quarta-feira (dia 17), atingiram 1,65%. Movimentos assim contribuem para agravar a percepção de risco país, pressionando os nossos mercados.

Mas há influências mais diretas e objetivas. Entre nós, a média dos cinco núcleos de inflação estimados pelo Banco Central revela crescimento bem superior à meta de inflação para 2022, atual referência da autoridade monetária (média de três meses em 5,3% ao ano, contra 3,5% de meta). Devido à depreciação do real, e à própria elevação das cotações em dólar, as commodities experimentaram alta em reais de mais de 10% em janeiro, e mais de 7,0% em fevereiro.

Quando se examina o comportamento dos preços ao produtor (IPA), nota-se que as matérias primas tiveram alta acumulada de preços de 75% em 12 meses. No caso de bens intermediários, a elevação é de quase 30%. Tudo isso tem a ver com os efeitos de choques, cuja dissipação tem demorado mais do que o esperado.

Ao mesmo tempo, vive-se a perspectiva de que, medida pelo IPCA, a inflação ao consumidor atingirá mais de 7,0% em 12 meses a partir de maio, em grande parte devido a um efeito estatístico. Em condições normais isso não constituiria fonte de preocupação.

Contudo, a demora na dissipação dos choques, num momento em que se tomam decisões de cunho populista, como no episódio da Petrobras, e não se dá demonstração de apetite para um ataque frontal ao desequilíbrio fiscal, concorre para elevar o risco de perda de controle das expectativas de inflação.

Diante de expressivo e rápido agravamento das perspectivas para a inflação, ao Banco Central não sobrava alternativa viável, a não ser agir com firmeza. E foi exatamente o que fez a autoridade monetária, no Copom dessa última quarta-feira, dia 17.

Inflação projetada cravada na meta para o horizonte relevante (2022) e balanço de riscos desfavorável para a inflação, num ambiente inflacionário conturbado, como ressaltado acima, exigiram realmente uma ação firme. E o BC não poupou munição. Além de ter aumentado de imediato a taxa Selic em 75 pontos, acima das expectativas de grande parte dos analistas, a autoridade monetária anunciou novos 75 pontos de alta para a próxima reunião do Copom, condicionada à ausência de eventual mudança importante de cenário. Com isso, não deixou dúvida sobre a determinação de conter as expectativas inflacionárias e de impedir que a própria inflação fuja da meta.

De maneira a tentar evitar preocupações excessivas a respeito de até que ponto o BC pretende elevar a Selic, tratou-se de deixar claro que o plano é promover uma “normalização parcial”, restrita à eliminação do extraordinário grau de estímulo monetário presente há vários meses. Pode-se imaginar que isso significaria levar a Selic nominal para algo em torno de 4,0% a.a., média dos níveis vigentes nos primeiros meses de 2020, dependendo, evidentemente, do comportamento das projeções de inflação que teremos nos meses adiante.

Em suma, diante das circunstâncias, o BC fez o que de melhor poderia ser feito, com vistas a manter ancoradas as expectativas de inflação e procurar assegurar o cumprimento das metas.

## Política fiscal

### Fuga pela saída de emergência: PEC Emergencial deixa ajuste para o futuro

Juliana Damasceno e Matheus Rosa Ribeiro

Após longa e turbulenta tramitação, a PEC Emergencial (Proposta de Emenda à Constituição 186/2019) teve sua votação concluída com texto e contexto bem distintos de quando foi apresentada, ainda em 2019. À época, o objetivo era atender à emergência fiscal, a partir de ajuste pautado na contenção do crescimento das despesas obrigatórias. Ao longo de 2020, a atuação do governo frente às demandas trazidas pela pandemia acabou por reforçar o desequilíbrio nas contas públicas, com a dívida bruta do governo geral (DBGG) alcançando 88,8% do PIB. O agravamento da situação fiscal foi, no entanto, recebido com relativa tolerância, dado o inegável caráter de urgência e imprevisibilidade que marcou 2020. Passado um ano desde o início da crise, o desembarque do estado de calamidade não foi acompanhado por melhoras nos indicadores de saúde e, tampouco, da economia. Nos primeiros meses deste ano, tristes recordes de casos e mortes de Covid-19 têm sido registrados enquanto ainda segue em discussão o desenho do novo programa de transferência de renda, a substituir o auxílio emergencial. Dado que as duas principais âncoras fiscais atuais – o teto de gastos e a meta

de primário – não comportariam um novo programa diante do reduzido espaço fiscal, tal pauta acabou sendo vinculada à aprovação da PEC Emergencial<sup>2</sup>.

A redução de despesas prevista na PEC Emergencial cumpriria, assim, duas importantes funções: sinalizar a busca de um ajuste fiscal e compensar as despesas extraordinárias a serem aprovadas em 2021. No entanto, a desidratação do texto da PEC em suas várias etapas nas Casas legislativas descaracterizou, para a esfera federal, o seu objetivo original de contenção das despesas obrigatórias e de gradual ajuste fiscal. Na primeira versão do texto, de 2019, a justificativa da emenda trazia que “a PEC apresentada tem como objetivo principal a contenção do crescimento das despesas obrigatórias para todos os níveis de governo, de forma a viabilizar o gradual ajuste fiscal indicado pelo Teto de Gastos”.

No substitutivo apresentado em 23 de fevereiro, o relator, acolhendo as emendas de outros senadores, suprimiu dispositivos que permitiriam a redução da carga horária com diminuição proporcional da remuneração do funcionalismo. Na versão de 3 de março, o Senado garantiu que o acionamento de gatilhos de contenção de despesas, inicialmente no exercício financeiro da calamidade e nos dois posteriores, fosse restrito apenas ao período da calamidade. Fora do período da calamidade, o acionamento desses gatilhos depende de que a despesa primária obrigatória atinja 95% da despesa primária total. Segundo a Consultoria de Orçamento da Câmara, no entanto, esse limite não deve ser atingido antes de 2024 no Poder Executivo<sup>3</sup>, deixando o potencial ajuste para o futuro. Além das citadas alterações no texto durante a tramitação no Senado, o texto ainda passaria por modificações na Câmara. Destaca-se a retirada do veto à progressão e promoção funcional de servidores, que, entre os gatilhos de contenção previstos, era um dos que mais tinha destaque.

Esse enxugamento do texto, influenciado pelo pleito de grupos de interesse, ajuda a entender como as medidas de arrocho da PEC não devem ir muito além de sua função compensatória. Embora ainda não haja número oficial de economia de gastos com o texto, previsões<sup>4</sup> indicam que a economia em dez anos com a PEC para o governo federal não superará os R\$ 44 bilhões – limite, fixado na mesma PEC Emergencial, para gastos com auxílio emergencial em 2021 que não estarão sujeitos à meta de resultado primário.

O texto da PEC deu passo importante para a aprovação do auxílio emergencial para 2021 e para a definição do mecanismo de flexibilização de regras fiscais para o período de calamidade. No entanto, a necessária viabilização do auxílio emergencial se refere ao tratamento da emergência que surgiu no contexto da pandemia, isto é, ao combate da calamidade. A questão que permanece é que a PEC 186/2019 deixou de ter, para a esfera federal, o caráter gerador de reformas de contenção de gasto obrigatório com efeito imediato, adiando novamente a recondução das contas públicas para um patamar sustentável. Sutilmente, com as mudanças marginais do texto, a PEC Emergencial passou a tratar de outra emergência.

A emergência original, embora menos urgente que a viabilização do auxílio humanitário no contexto da pandemia, não se dissipou em 2020. Como se sabe, a situação fiscal da União agravou-se com a necessidade de combate à pandemia e a recessão econômica, levando a aumento real da despesa primária de 31% em 2020 e a mais um ano na série de déficits primários, sem horizonte de superávit a médio prazo.

<sup>2</sup>A combinação das pautas já ocorria na discussão sobre a PEC Emergencial no segundo semestre do ano passado, antes do adiamento do projeto para 2021. Ver: [http://bit.ly/Senado\\_Noticias\\_PEC186](http://bit.ly/Senado_Noticias_PEC186)

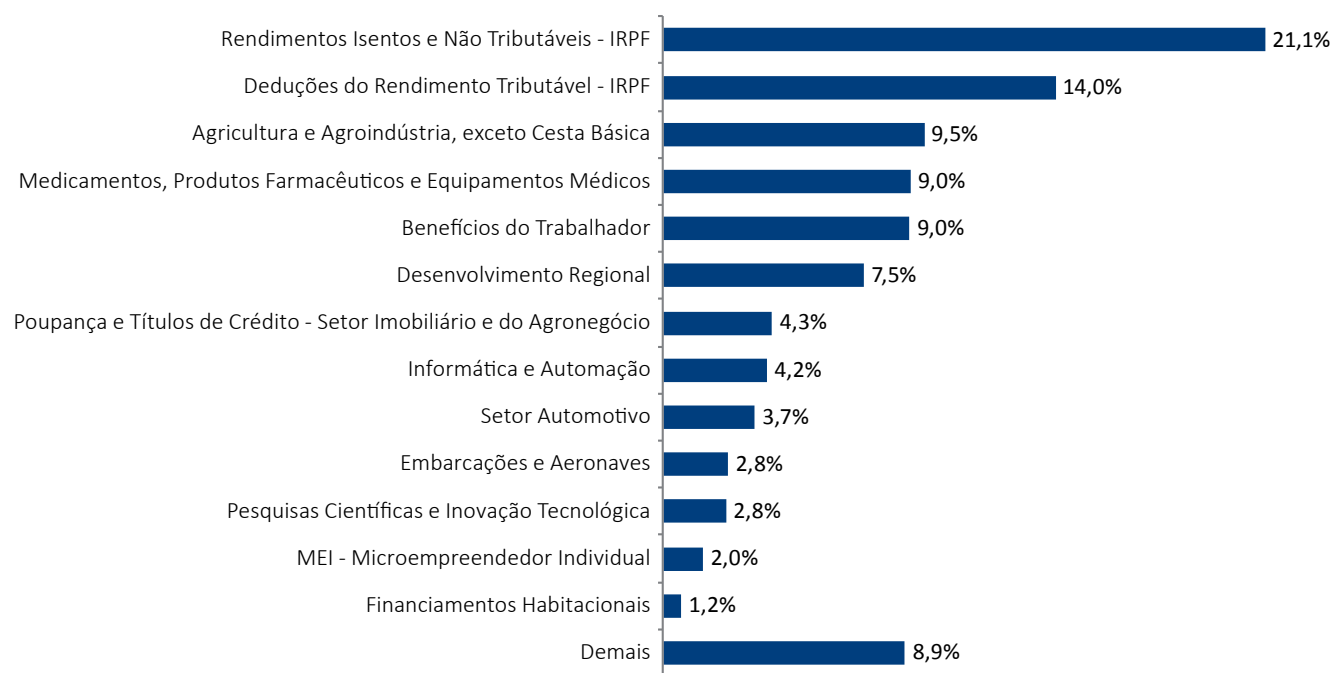
<sup>3</sup>Leva-se em conta estimativa da Consultoria de Orçamento e Fiscalização Financeira da Câmara, como descrito na Nota Técnica 8/2021, disponível em: [http://bit.ly/NT8\\_2021\\_Camara](http://bit.ly/NT8_2021_Camara)

<sup>4</sup>Estimativa feita pelo economista Arnaldo Lima, divulgada no Estadão, aponta apenas R\$ 34,3 bi de economia para o governo federal. Ver: [http://bit.ly/Estadao\\_Gatilhos\\_Arnaldo\\_Lima](http://bit.ly/Estadao_Gatilhos_Arnaldo_Lima)

Mesmo as medidas do lado da receita na PEC parecem de difícil execução. O compromisso de apresentação de plano de redução de benefícios e incentivos fiscais dos atuais 4% do PIB para 2% do PIB em oito anos esbarra em uma extensa lista de gastos tributários que não podem ser alterados, totalizando uma blindagem da ordem de 1,9% do PIB. Como expresso na nota técnica da Câmara, “ao final de 8 anos praticamente somente os benefícios ressaltados seriam mantidos”. Deve se levar em conta que é necessário que o plano de redução dos benefícios passe pelo Congresso, o que pode atrasar e modificar o teor do corte de gastos tributários proposto pelo Executivo, ainda mais dada a comoção popular que alguns dos benefícios tributários que poderiam ser alterados geram. Caso, por exemplo, das Isenções e Deduções do Imposto de Renda de Pessoa Física, que somadas constituem 35,1% dos gastos tributários fora da blindagem. Vide gráfico 7.

A PEC, assim, não entrega a urgência que a batizou. Se o objetivo era ter um plano de voo imediato e emergencial para a União, com mais certezas para as rotas pós-primeiro ano de pandemia e na forma de um novo regime fiscal capaz de sinalizar a sustentabilidade das contas públicas, já sabemos que demoraremos a colher seus frutos. Entre vitórias e derrotas da equipe econômica durante sua tramitação, a PEC Emergencial esbarrou em velhas e conhecidas resistências, deixando para o futuro o ajuste prometido.

**Gráfico 7: Participação de Gastos Tributários “não blindados” no Total de Gastos Tributários passível de corte**



Fonte: Demonstrativo de Gastos Tributários da PLOA 2021 (Receita Federal).

## Setor externo

### A melhora nos termos de troca não é só elevação nos preços das commodities

Lia Baker Valls Pereira

Destacamos dois pontos na conjuntura de março do comércio exterior brasileiro.

#### Os termos de troca

Entre julho de 2020, quando se iniciou a escalada ascendente nos preços das commodities, e fevereiro de 2021, os termos de troca do Brasil aumentaram em 20%. O índice dos termos de troca em fevereiro (122,6), no entanto, ainda não superou o maior valor da série após crise de 2008, que foi de 131,5 em setembro de 2011 (Gráfico 8).

É consensual que a melhora nos termos de troca se associa aos preços das commodities. Calculamos os termos de troca da cesta de commodities, conforme ilustrado no Gráfico 8. Observa-se que a base de dados são os índices de preços das exportações e importações das commodities, obtidos a partir dos dados dos valores e das quantidades efetivamente transacionados no comércio exterior brasileiro. Nesse caso, o pico da série havia sido em dezembro de 2010 (149,3) e, em fevereiro de 2021, o índice chegou a 190,5.

O impacto do aumento do preço das commodities nos termos de troca depende da cesta de produtos que o país exporta e importa. No caso brasileiro, minério de ferro, produtos agropecuários e petróleo são os líderes das exportações de commodities. A demanda chinesa, associada aos seus projetos de infraestrutura (minério de ferro) e à soja para ração animal (a recomposição do estoque de suínos), contribui para a alta dos preços das commodities. Além da China, os pacotes expansionistas da União Europeia e, em especial dos Estados Unidos, dão mais fôlego para que a alta de preços se sustente. No petróleo, operações de controle da oferta pelos países árabes também ajudam essa escalada de preços. No caso das importações, a cesta brasileira de importações se concentra em petróleo e produtos derivados, trigo e alguns produtos químicos que podem ser classificados como commodities.

Como explicar o maior índice dos termos de troca medido pelas commodities em 2021 em relação ao resultado dos anos de 2010/2011?

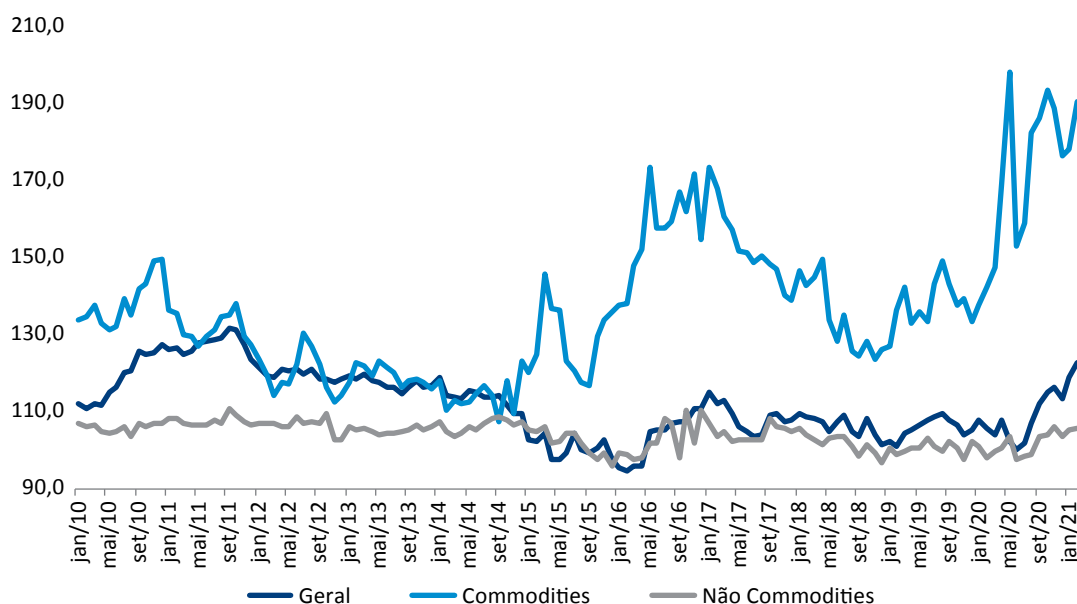
Observa-se uma queda nos preços importados ao longo de 2020 e no início de 2021 na comparação interanual mensal, enquanto os preços exportados só começam a registrar variações positivas no final de 2020. Em 2010/2011, os preços importados não estavam recuando. Do ponto de vista da pauta brasileira, portanto, o ganho atual nos termos de troca das commodities é também influenciado pela queda nos preços de importações das commodities, num quadro de retração da demanda. Não é como em 2010/2011, quando a melhora nos termos de troca era liderada pelo aumento expressivo nos preços, mesmo com o das importações subindo. Uma recuperação da economia brasileira pode reverter essa melhora nos termos de troca, caso tenha impacto nos preços de importações.

Ressaltamos que os índices de termos de troca aqui apresentados são calculados com os preços efetivos de exportações e importações nas operações de comércio exterior e não com os preços internacionais das commodities. Logo, o índice é influenciado pelo peso de cada produto na cesta de exportações ou importações do Brasil. Na análise dos termos de troca do país, como um dos componentes que afetam a renda do país, é esse índice que é analisado.

Em adição o Gráfico 8 mostra o comportamento do índice dos termos de troca das não commodities, que registram uma trajetória similar ao índice geral.

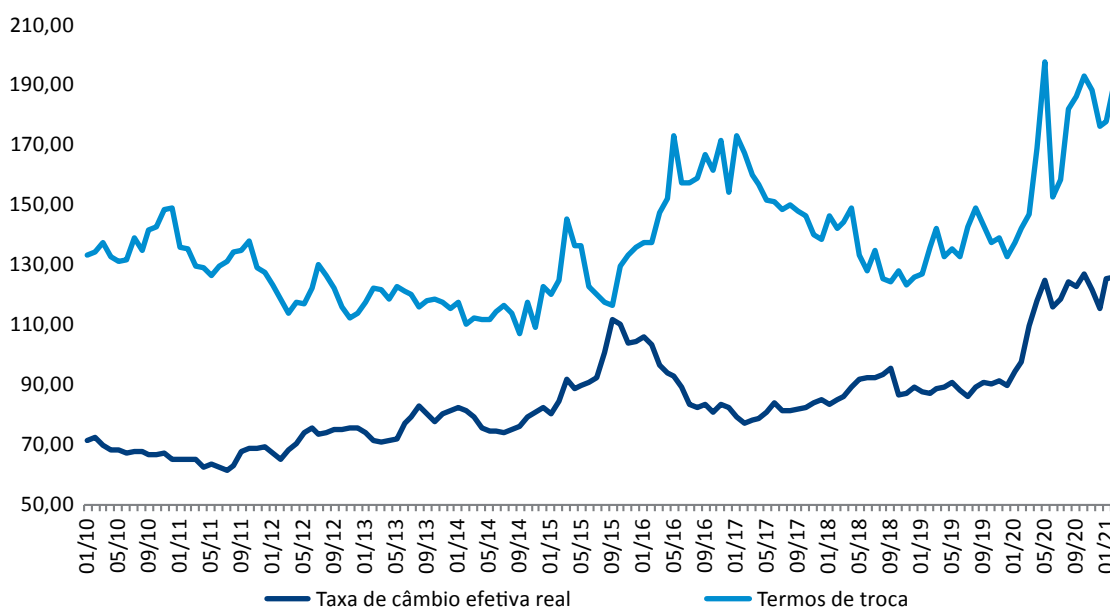


**Gráfico 8: Índice dos Termos de Troca: geral; commodities; e, não commodities**



O descolamento entre o comportamento da taxa de câmbio e o preço das commodities é ilustrado no gráfico 9. Seria esperado que a melhora nos termos de troca liderada pelo aumento nos preços das commodities levasse a uma valorização da taxa de câmbio. No momento atual, porém, as incertezas no cenário político e econômico brasileiro dominam o desempenho cambial, que segue uma trajetória de desvalorização, mesmo com a melhora nos termos de troca. O aumento dos preços das commodities não é compensado por uma valorização cambial que poderia atenuar pressões inflacionárias.

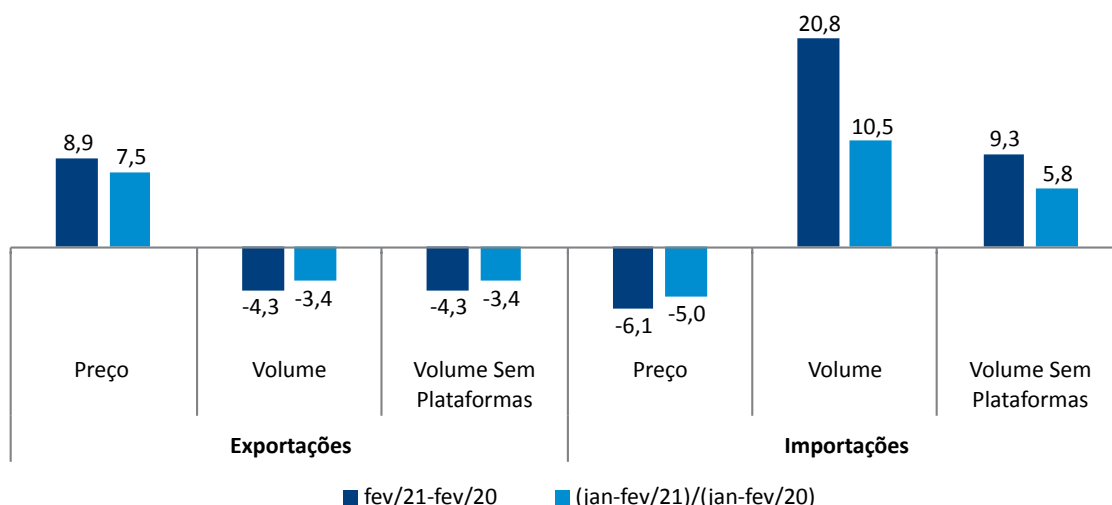
**Gráfico 9: Câmbio real efetivo e os termos de troca das commodities**



## O efeito plataforma de petróleo

Queremos chamar a atenção para o efeito das plataformas de petróleo, que continua a influenciar a análise dos dados de fluxos de comércio. No caso, o efeito é sobre as importações. Em fevereiro de 2021, a variação do volume importado foi de 20,8% em relação ao mesmo período de 2020, e, se excluirmos as plataformas, esse percentual cai para 9,3%. O valor e a tonelagem (medida do volume) as plataformas são elevados e influenciam a análise das importações. É recomendável, portanto, destacar a diferença. Um aumento de quase 21% do volume importado poderia ser interpretado como um indicador de retomada expressiva da atividade econômica, mas, quando se excluem as plataformas (uma importação específica de uma atividade), observa-se que, embora positiva, a variação sinaliza recuperação de menor intensidade.

**Gráfico 10: Variação (%) nos índices de volume e preço das exportações e importações**



Fonte: Bando de Dados ICOMEX FGV IBRE. Elaboração: FGV IBRE.

## Internacional

Corcova inflacionária, e não inflação persistentemente mais alta, é o que provavelmente teremos nos EUA

José Júlio Senna

Os mercados financeiros têm reagido de maneira significativa ao novo ambiente macroeconômico formado nos Estados Unidos, diante da perspectiva de que grande parte da população estará vacinada nos próximos meses e, talvez principalmente, diante do entusiasmo surgido com a aprovação de um programa trilionário de expansão fiscal.

As primeiras reações apareceram no mercado de títulos governamentais, em particular nos papéis de dez anos. Esse é um segmento de mercado altamente representativo, de grande liquidez e profundidade, acompanhado de perto por uma infinidade de investidores. Em pouco tempo, os juros desses papéis apresentaram

expressiva elevação. Do terceiro para o quarto trimestre de 2020, a média do rendimento desses títulos passou de 0,65% a.a. para 0,87%. Em 2021, as médias mensais em janeiro, fevereiro e março foram de 1,08%, 1,26% e 1,52%, respectivamente. Nos momentos de maior pressão, têm oscilado em torno de 1,6%. Inevitavelmente, reflexos desse movimento apareceram em outros segmentos dos mercados financeiros, inclusive no mercado acionário, e nas taxas dos títulos soberanos de muitos outros países, em razão do alto grau de integração financeira observado nos últimos tempos.

Em boa medida, o que a alta de juros nos Estados Unidos reflete é um expressivo grau de preocupação com uma aceleração do ritmo de crescimento dos preços, na esteira de um provável aquecimento da demanda e da atividade econômica. Para muitos analistas e participantes de mercado, a inflação, tão adormecida nos últimos anos, voltará com força significativa. Em tais análises, não tem faltado quem trace um paralelo entre o que se pode esperar em matéria de inflação para o horizonte previsível de tempo e os eventos observados (nesse campo) nos anos 1960 e 1970.

A nosso ver, o referido paralelo não se justifica. Muita coisa aconteceu para que a inflação subisse expressivamente naquele período. Não foi apenas uma questão relacionada com um forte impulso fiscal.

Uma discussão sobre os eventos lá de trás pode ser encontrada, por exemplo, num livro do autor da presente seção do Boletim. (*Política Monetária: Ideias, Experiências e Evolução*, Editora FGV, 2010). As observações mais relevantes estão contidas numa seção intitulada “Apogeu do keynesianismo” (cap. 10) e noutra sob o título “Reação heterodoxa nos Estados Unidos” (cap. 12), e estão resumidas a seguir.

O começo dos anos 1960 marcou a colocação em prática do keynesianismo nos EUA, implementado de início por meio de corte de impostos. Na segunda metade da década, cresceram os gastos governamentais, em razão de um maior envolvimento do país na guerra do Vietnã e do programa *Great Society* do Presidente Johnson. Com a economia operando próxima do pleno emprego, a inflação começou a subir.

O período correspondente à administração Kennedy-Johnson foi de crescimento robusto. Esse período de expressivo ativismo de política econômica trouxe bons resultados, mas a um custo alto. A inflação se acelerou e adquiriu raízes relativamente profundas. Quando Nixon assumiu, em 1969, o desemprego era baixo (cerca de 3,5%) e a inflação chegara a 5,5%.

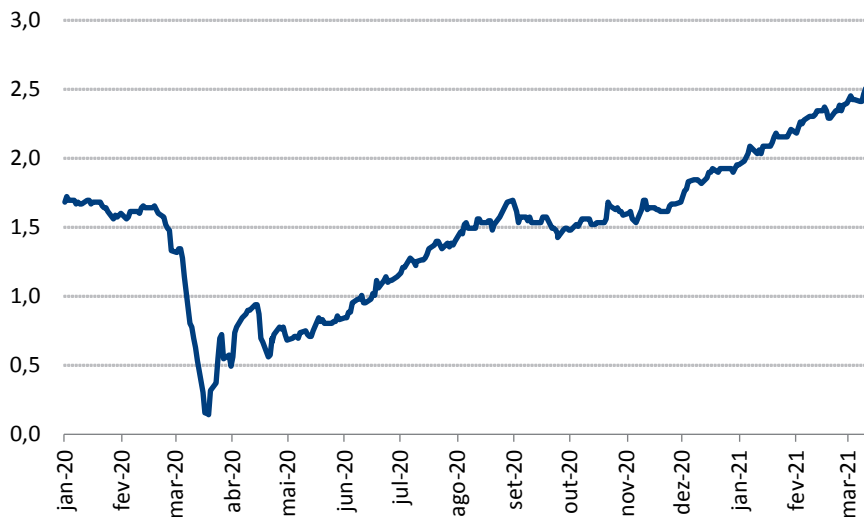
Para surpresa de muitos, para combater a alta de preços, o presidente do Fed da época (Arthur Burns) passara a defender uma “política de rendas”, na linha do que era praticado em vários outros países, principalmente no Reino Unido. O fato é que o governo Nixon, com apoio do Congresso, pôs em prática uma política de controle de preços e salários, em quatro etapas, ora envolvendo congelamento, ora *guidelines* para preços e salários. Choques heterodoxos não seguram a inflação. Pelo contrário. E os EUA não foram exceção. No decorrer de 1974, medida pelo CPI, a inflação foi a mais de 11,0%. No final da década, o dólar se encontrava bastante enfraquecido e a inflação superava 13,0% a.a. Coube a Paul Volcker pôr fim a tal processo.

A mensagem aqui é simples. Foram muitos os eventos lá de trás que culminaram em alta expressiva e persistente da inflação. Uma verdadeira sequência de acontecimentos importantes. Nada parecido com o que se espera na atualidade, razão pela qual fica difícil acreditar num real ressurgimento da inflação, como fenômeno duradouro. A atual precariedade do mercado de trabalho, cuja recuperação provavelmente será lenta, reforça o nosso raciocínio. A nosso ver, o impulso fiscal do Biden, num ambiente de certo otimismo com o andamento da vacinação nos EUA, provocará o que talvez se possa chamar de uma “corcova inflacionária”, ou seja, um fenômeno de alta mais acentuada do crescimento dos preços, reversível em prazo relativamente curto.

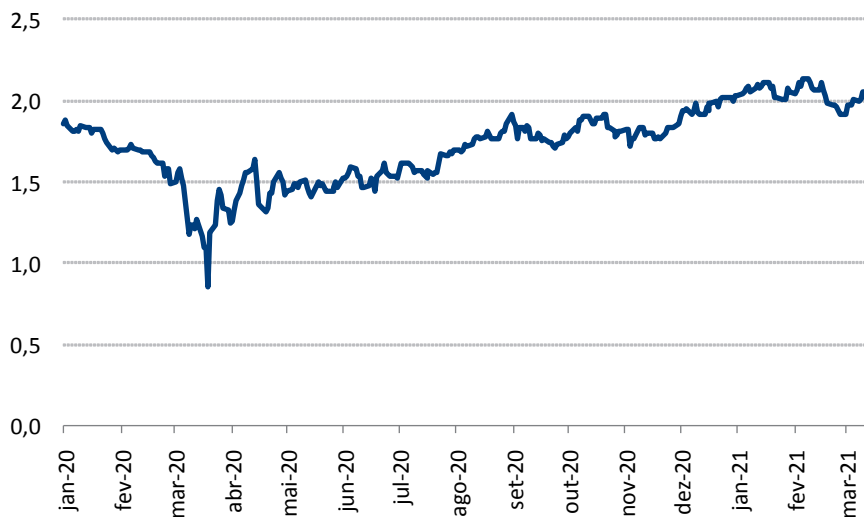
Por fim, cabe notar o comportamento das expectativas de inflação, avaliadas pelas diferenças entre juros prefixados e pós-fixados para um mesmo horizonte de tempo, ou *breakeven inflation*, como se diz nos EUA. O gráfico 11 mostra a evolução recente da inflação média esperada para os próximos cinco anos, enquanto o

gráfico 12 indica a média esperada da inflação dos cinco anos que se seguirão aos próximos cinco, ou FRA, na linguagem de mercado. Comparação entre esses gráficos sugere que os participantes de mercado não esperam inflação persistentemente mais alta. Se as expectativas fossem nesse sentido, o FRA médio de cinco anos não seria inferior à taxa de inflação esperada para os próximos cinco anos.

**Gráfico 11: 5-Year Breakeven Inflation Rate - US**



**Gráfico 12: 5-Year, 5-Year Forward Inflation Expectation Rate - US**



## Em foco IBRE

### O setor de serviços foi o principal responsável pelo fraco desempenho da economia em 2020

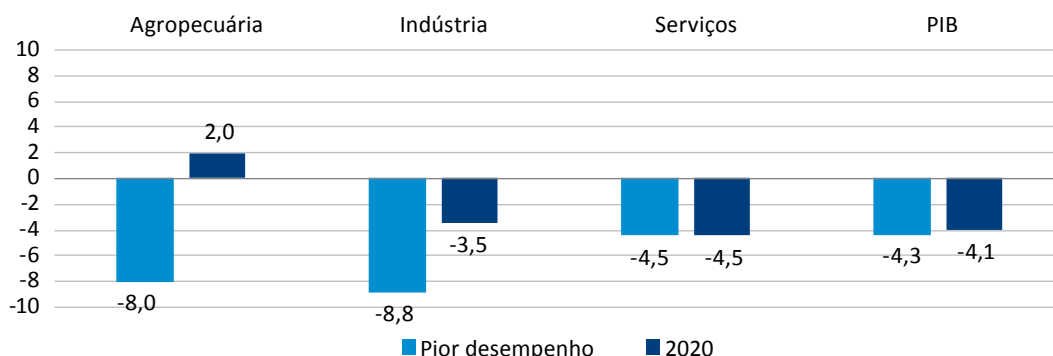
Juliana Trece e Claudio Considera

#### Introdução

A pandemia de Covid-19 impactou fortemente a economia brasileira e mundial no ano de 2020. No caso brasileiro, a mediana das expectativas do Boletim Focus do Banco Central para o resultado do PIB em 2020 apontava, no início do ano passado, crescimento em torno de 2,3%. O ano de 2020, porém, terminou com queda de 4,1%.

Diversos setores sentiram os impactos econômicos da pandemia devido à necessidade de adoção de medidas de isolamento social para diminuir o ritmo de contágio da Covid-19. No entanto, o setor de serviços se destaca com drástica queda. O Gráfico 13 mostra que, embora o PIB e a indústria também tenham recuado em 2020, este não foi o pior resultado desses componentes na análise da série histórica desde 1948. Já no caso dos serviços, a retração de 4,5% é a maior dos últimos setenta e dois anos (período com dados registrados).

**Gráfico 13: Pior desempenho da variação anual do PIB e do valor adicionado das principais atividades econômicas de 1948 a 2020 – %**

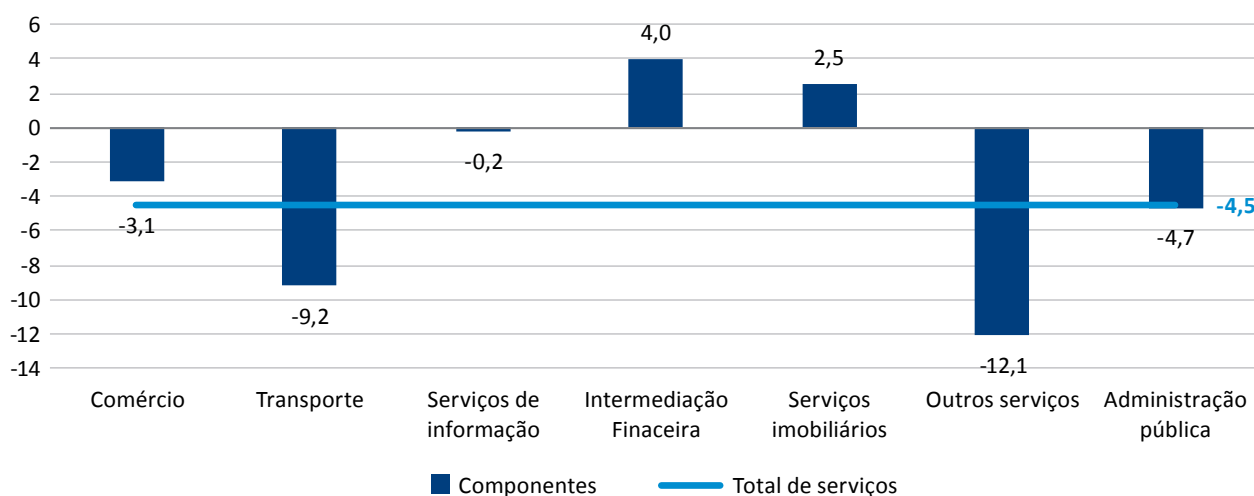


Pior desempenho da Agropecuária foi em 1986, da Indústria em 1981, dos Serviços em 2020 e do PIB em 1990.  
Fonte: IBGE – Sistema de Contas Nacionais e Estatísticas do Século XX. Elaboração própria.

O setor de serviços é composto por sete atividades<sup>5</sup> e representa atualmente, de acordo com as Contas Nacionais, em torno de 63% do PIB brasileiro e 68% do emprego do país. O Gráfico 14 mostra o desempenho, a preços constantes, do setor de serviços e de todos os seus componentes em 2020.

<sup>5</sup>São elas: (i) comércio; (ii) transporte; (iii) serviços de informação; (iv) intermediação financeira; (v) serviços imobiliários; (vi) outros serviços e; (vii) administração pública.

**Gráfico 14: Variação anual do Valor Adicionado das atividades de serviços em 2020 – %**



Fonte: IBGE – Sistema de Contas Nacionais. Elaboração própria.

Das setes atividades que compõem o setor, cinco apresentaram retração em 2020, sendo que três delas atingiram recordes de queda no ano passado, considerando a série histórica iniciada em 1981,<sup>6</sup> a saber: (i) transporte; (ii) outros serviços e; (iii) administração pública. Em conjunto, essas três atividades de serviços representam 33% do PIB brasileiro e suas quedas são a principal razão para o fraco desempenho da economia brasileira em 2020. Da queda de 4,1% registrada no PIB brasileiro em 2020, um parcela de 2,9 pontos percentuais (p.p.) deve-se ao desempenho dessas três atividades em conjunto. Por essa razão, foi realizada neste texto uma análise desagregada dessas atividades a partir das informações coletadas para o cálculo do Monitor da Atividade Econômica da FGV, de forma a melhor compreender o desempenho desses segmentos determinantes para o resultado ruim da economia em 2020.

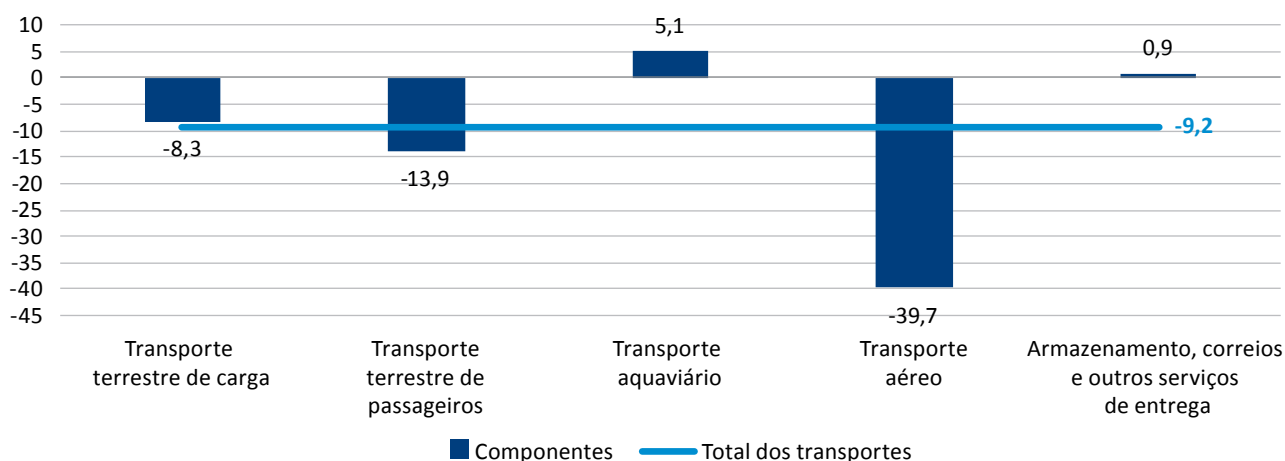
## Atividade de transportes

A atividade de transportes representa em torno de 3,7% do PIB brasileiro e foi subdividida em cinco segmentos para esta análise: (i) transporte terrestre de carga; (ii) transporte terrestre de passageiros; (iii) transporte aquaviário; (iv) transporte aéreo e; (v) armazenamento, correios e outros serviços de entrega. De acordo com as informações do Gráfico 15, apenas o transporte aquaviário e o segmento de armazenamento, correios e outros serviços de entrega não apresentaram retração na pandemia; o primeiro por não ter sido atingido diretamente pela pandemia, e o segundo devido ao aumento do comércio online que foi impulsionado pela adoção das medidas de isolamento social. Em contrapartida, as atividades de transporte terrestre de carga e de passageiros e o transporte aéreo foram fortemente impactadas pela Covid-19.

<sup>6</sup>Na maior desagregação do setor de serviços em sete atividades a série histórica inicia-se em 1980.



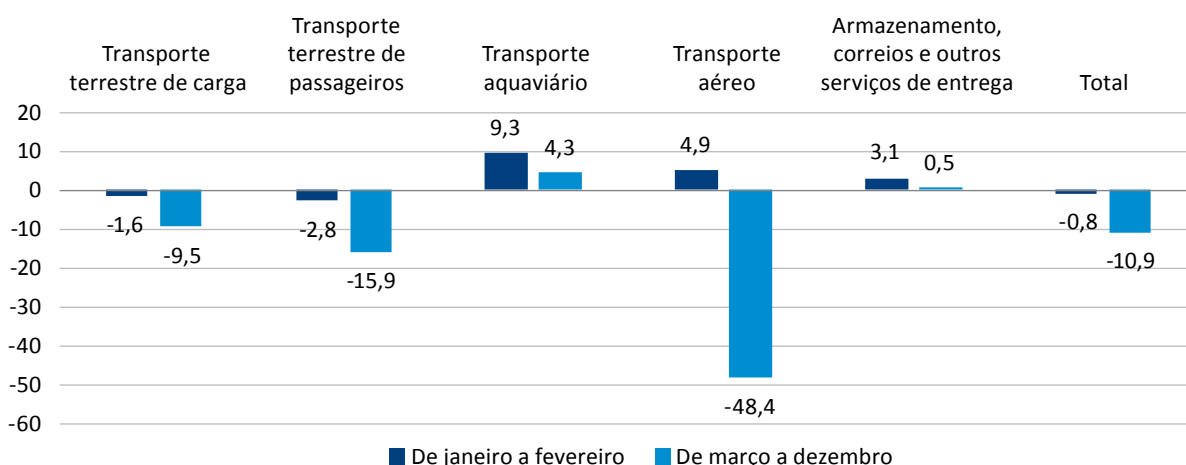
**Gráfico 15: Variação anual do valor adicionado das atividades de transporte em 2020 – %**



Fonte: IBGE – Contas Nacionais, PMS, PAS, IPCA; ABCR – índice ABCR e FGV IBRE – Monitor da Atividade Econômica da FGV. Elaboração própria.

É evidente que a pandemia de Covid-19 foi a principal responsável pelo desempenho ruim do transporte terrestre e do aéreo em 2020. No entanto, no caso do transporte terrestre, a pandemia parece ter intensificado a retração que já havia se iniciado em 2020 antes do coronavírus, com um fraco desempenho tanto no segmento de carga quanto no de passageiros. Em contrapartida, o crescimento interanual de 4,9% do transporte aéreo registrado no bimestre de janeiro e fevereiro de 2020 foi substituído por avassaladora retração desse segmento no restante do ano. Mesmo os dois segmentos de transporte que registraram alta em 2020 foram afetados de alguma forma em seu crescimento após a chegada da pandemia ao Brasil em março de 2020. No Gráfico 16, são apresentadas as variações interanuais do valor adicionado das atividades de transporte em 2020, considerando o período antes e depois da chegada da pandemia.

**Gráfico 16: Variação interanual do valor adicionado das atividades de transporte em 2020 por períodos – %**



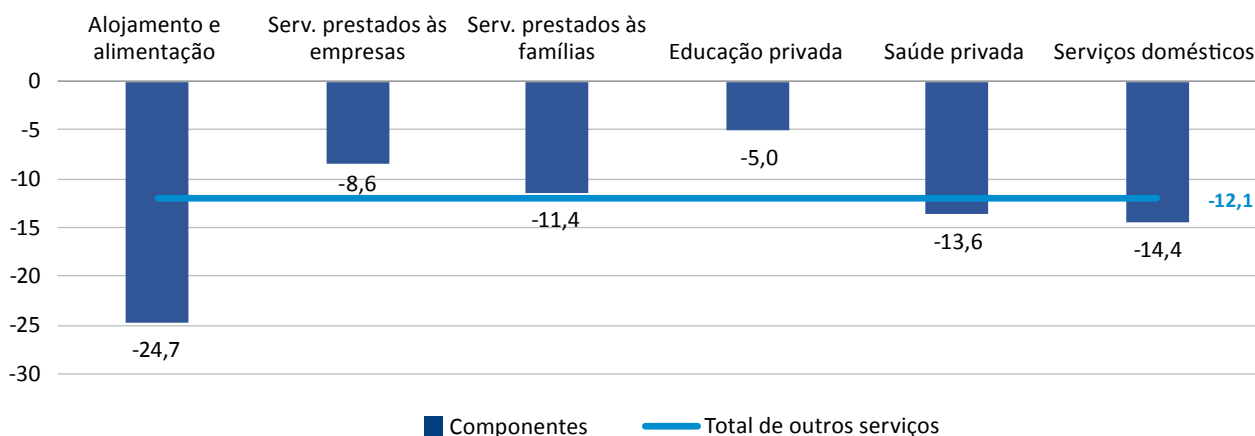
Fonte: IBGE – Contas Nacionais, PMS, PAS, IPCA; ABCR – índice ABCR e FGV IBRE – Monitor da Atividade Econômica da FGV. Elaboração própria.

## Atividade de outros serviços

Segundo as Contas Nacionais, a atividade de outros serviços representa em torno de 15% do PIB brasileiro e, em 2018, era responsável por 32% do emprego do país. Cabe destacar que, do total de postos de trabalho dessa atividade, 26,1% dos vínculos empregatícios são de informais sem carteira assinada. Isso significa que aproximadamente metade de todos os vínculos sem carteira assinada do país estão nessa atividade, que concentra a maior parcela de vulneráveis do mercado de trabalho brasileiro. Por essa razão, os outros serviços destacam-se não somente devido à sua relevância econômica, por representar 15% do PIB do país, mas também pelo impacto social que a atividade possui via mercado de trabalho.

Neste texto, os outros serviços foram subdivididos em seis atividades: (i) alojamento e alimentação; (ii) serviços prestados às empresas; (iii) serviços prestados às famílias; (iv) educação privada; (v) saúde privada e; (vi) serviços domésticos. A retração de 12,1% do valor adicionado de 2020, a maior entre todas as atividades econômicas, é explicada pelo recuo de todos os segmentos que compõem os outros serviços, conforme apresentado no Gráfico 17.

**Gráfico 17: Variação anual do valor adicionado das atividades de outros serviços em 2020 – %**

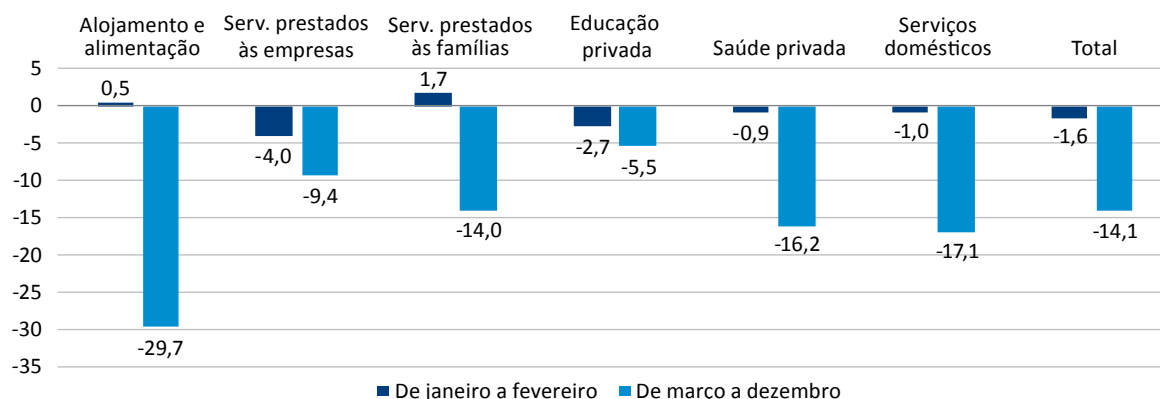


Fonte: IBGE – Contas Nacionais, PMS, PNADC, IPCA; DataSUS, INEP e FGV IBRE – Monitor da Atividade Econômica da FGV. Elaboração própria.

Essa forte retração, disseminada entre as atividades de outros serviços, é explicada por serem áreas diretamente relacionadas ao atendimento de pessoas, necessitando, portanto, de interação entre grandes contingentes populacionais para o seu pleno funcionamento.

No Gráfico 18 são apresentadas as variações interanuais do valor adicionado das atividades de outros serviços em 2020, considerando o período antes e depois da chegada da pandemia, de forma a ilustrar como a Covid-19 afetou diretamente os segmentos que compõem esse item das Contas Nacionais.

**Gráfico 18: Variação interanual real do valor adicionado das atividades de outros serviços em 2020 por períodos – %**



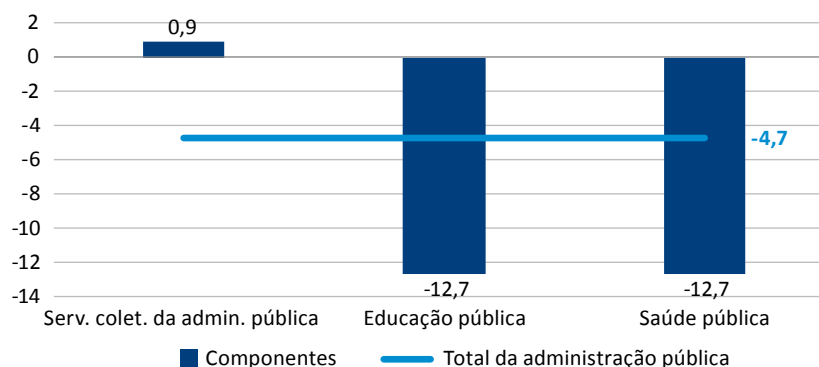
Fonte: IBGE – Contas Nacionais, PMS, PNADC, IPCA; DataSUS, INEP e FGV IBRE – Monitor da Atividade Econômica da FGV. Elaboração própria.

Conforme foi observado na análise da atividade de transportes, a forte recessão nos segmentos de outros serviços também foi explicada pela chegada da pandemia, tendo em vista que as retrações interanuais no período de março a dezembro de 2020 foram muito superiores às de janeiro a fevereiro. No entanto, mesmo antes da chegada da pandemia, nota-se que o desempenho interanual da atividade de outros serviços no bimestre janeiro-fevereiro era bem fraco, com crescimentos modestos registrados em apenas dois segmentos: 0,5% em alojamento e alimentação e 1,7% no de serviços prestados às famílias. Tal situação mostra que, obviamente, a pandemia derrubou o setor de outros serviços, fato observado não apenas no Brasil como em todo o mundo. Porém, o desempenho observado nos dois primeiros meses do ano indicava que, se nada mudasse, 2020 já seria um ano difícil para a atividade de outros serviços.

### Atividade de administração pública

A atividade de administração pública representa aproximadamente 15% do PIB brasileiro e foi subdividida para esta análise em três segmentos: (i) serviços coletivos da administração pública; (ii) educação pública e; (iii) saúde pública. A retração de 4,7% do valor adicionado dessa atividade em 2020 é explicada pelos fortes recuos de educação pública e saúde pública, conforme apresentado no Gráfico 19.

**Gráfico 19: Variação anual do valor adicionado das atividades de administração pública em 2020 – %**



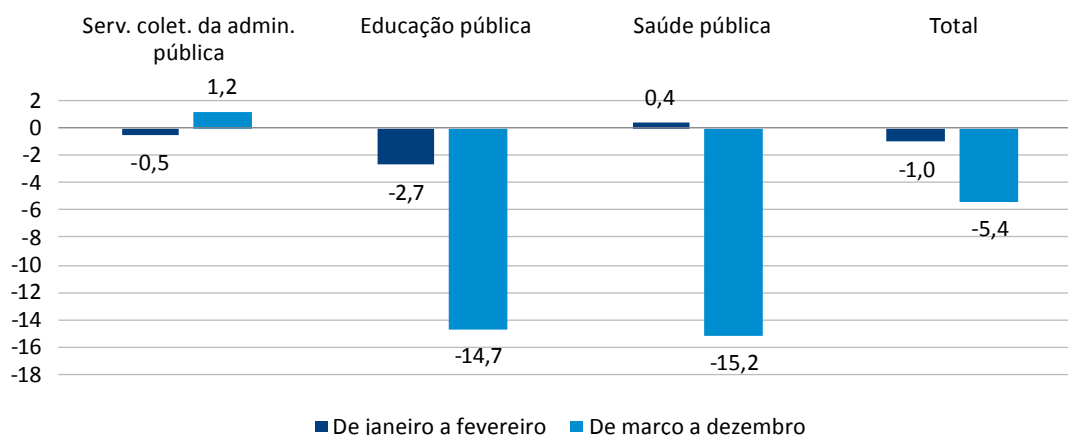
Fontes: IBGE – Contas Nacionais, PNADC, IPCA; DataSUS, INEP e FGV IBRE – Monitor da Atividade Econômica da FGV. Elaboração própria.

Os dois segmentos da administração pública que se retraíram foram impactados pelas medidas de isolamento social. A paralisação do ensino, com a substituição pelo ensino à distância não tendo sido integral, teve forte impacto negativo no valor adicionado da educação pública.

No caso da saúde pública, a priorização do atendimento das demandas referentes à Covid-19, associada à retração espontânea dos usuários, fez com que as demais demandas por atendimento à saúde fossem reduzidas, o que teve forte impacto tanto na produção hospitalar pública, que recuou 9,8%, quanto na produção ambulatorial pública, que apresentou queda de 15,4%. De acordo com o DataSUS, a produção hospitalar pública está concentrada (em torno de 99%) nos procedimentos clínicos (consultas, fisioterapia, tratamentos, entre outros) e cirúrgicos, enquanto 91% da produção ambulatorial concentra-se nos procedimentos para fins de diagnóstico, clínicos e de medicamentos.

Destoante das demais atividades que compõem a administração pública, os serviços coletivos da administração pública cresceram 0,9% em 2020, devido ao aumento do pessoal ocupado nessa atividade. Com a abertura dos hospitais de campanha para tratamento da Covid-19, houve ampliação da demanda por profissionais públicos especializados que atendessem a população, o que explica o crescimento desse segmento no ano. No Gráfico 20, nota-se que esse segmento havia apresentado desempenho negativo no primeiro bimestre de 2020 e que, com a chegada da pandemia, houve crescimento interanual de 1,2% no período de março a dezembro.

**Gráfico 20: Variação interanual real do valor adicionado das atividades de administração pública em 2020 por períodos – %**



Fontes: IBGE – Contas Nacionais, PNADC, IPCA; DataSUS, INEP e FGV IBRE – Monitor da Atividade Econômica da FGV. Elaboração própria.

Nota-se ainda no Gráfico 20 que a pandemia foi determinante para as expressivas quedas da educação e saúde públicas, tendo em vista as fortes retrações interanuais no período de março a dezembro do ano passado. De qualquer forma, novamente observa-se que o desempenho interanual no bimestre de janeiro a fevereiro também não havia sido bom para a atividade de administração pública.

## Conclusão

A análise apresentada buscou explicar as razões que levaram o setor de serviços a apresentar sua maior retração histórica desde 1948, ano de início da série, de forma a investigar quais segmentos das prin-

cipais atividades de serviços, impactadas pela pandemia, levaram a esse cenário de queda. Ficou evidente que a pandemia e a necessidade de isolamento social foram determinantes para o desastroso desempenho da economia em 2020. No entanto, também ficou evidente que o primeiro bimestre do ano, que ainda não havia sido impactado pela pandemia, já dava sinais de que a economia não apresentava sinais de um crescimento mais robusto em 2020. Isso sugere que, muito provavelmente, caso nada tivesse acontecido para acelerar o crescimento econômico, teríamos encerrado 2020 com um desempenho medíocre, conforme ocorreu nos três anos anteriores.



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

### 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

Livio Ribeiro

Marina Garrido

Matheus Rosa Ribeiro

Mayara Santiago

Samuel Pessoa

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 18 de março 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>