

# Boletim MACRO

Maio 2021 • Nº 119

## **Atividade surpreende positivamente no curto prazo, mas incerteza segue alta**

Na contramão dos indicadores antecedentes e coincidentes da atividade econômica, a queda registrada no mês de março pelos principais indicadores do IBGE foi bem menos intensa do que o previsto. Diante disso, se espera um forte crescimento do PIB no primeiro trimestre



## 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)

# Atividade surpreende positivamente no curto prazo, mas incerteza segue alta

Armando Castelar Pinheiro e Sílvia Matos

Na contramão dos indicadores antecedentes e coincidentes da atividade econômica, a queda registrada no mês de março pelos principais indicadores do IBGE foi bem menos intensa do que o previsto. Diante disso, se espera um forte crescimento do PIB no primeiro trimestre, de 1,6% em relação ao trimestre anterior e de 1,4% contra o mesmo período do ano passado. Essa previsão está em linha com os resultados apontados pelo Indicador de Atividade Econômica (IAE) e o pelo Monitor do PIB, ambos divulgados pelo FGV IBRE.<sup>1</sup>

Os indicadores também sinalizam forte crescimento no início do segundo trimestre: em termos interanuais, alta do PIB de 11,1%. É uma taxa elevada que, no entanto, decorre, em grande medida, da reduzida base de comparação da atividade no mesmo período do ano passado. Assim, mesmo com esse resultado, ainda se prevê queda do PIB na margem, de 1,0%.

A surpresa quanto ao desempenho da atividade neste início de ano reflete o fato de o processo de reabertura e o aumento da mobilidade terem sido bem mais rápidos que o previsto. Entre os indicadores de mobilidade, destacam-se os segmentos “Locais de Trabalho” (que já voltou ao patamar pré-pandemia) e “Estações de Trânsito”, que são os mais correlacionados com a atividade econômica.

Em que pese o prognóstico mais positivo para o PIB, os riscos seguem elevados. Há uma chance considerável de novo recrudescimento da pandemia, com o aumento nos números de infecções e de mortes diárias. De fato, de acordo com o Worldometers, o número de novos casos diários aumentou ligeiramente, e a média móvel semanal está próxima de 65 mil, ante 56 mil há três semanas. Mas, pelo menos por enquanto, o número de mortes está em declínio, girando em torno de 2 mil óbitos, ante o pico de 3 mil registrado há um mês.<sup>2</sup> A vacinação dos grupos de maior risco pode levar à queda da relação entre mortes e casos, mas ainda é cedo para dizer em que grau, como sugere a experiência do Chile.

É importante ressaltar que ambas as estatísticas, de casos e de mortes, permanecem em níveis desconfortavelmente elevados. Outra preocupação é que atrasos na chegada de insumos importados para a produção de vacinas podem diminuir a velocidade de imunização. Enquanto uma parcela significativa da população não for vacinada, o risco de novas ondas permanece no radar.

Caso este risco não se materialize, o processo de normalização da economia é antecipado e o crescimento no ano será bem mais elevado do que se previa antes, sendo estimado em 4,2%. Mas, sem dúvida, há ainda muitas incertezas com relação ao cenário. Além das dúvidas em relação à evolução da pandemia, o cenário internacional tem sido também muito volátil. Olhando à frente, preocupam tanto a evolução da política fiscal, pela questão da dívida, como da política monetária, dadas as pressões inflacionárias.

Com o controle da pandemia nos principais países desenvolvidos e na China, a atividade global já está próxima do nível pré-pandemia. Adicionalmente, os riscos de novas ondas de infecção parecem contidos nesses

<sup>1</sup>O Monitor do PIB mostrou um crescimento de 1,7% TsT (1,6% AsA) no primeiro trimestre. A dispersão das previsões se ampliou significativamente. A mediana do Focus de 14/05/2021 está com contração de 0,1% AsA (0,5% TsT).

<sup>2</sup>Valores de 19/05/2021. Média móvel de 7 dias.

países, o que permite antecipar um cenário de alguma normalização econômica. Em particular, na Área do Euro, após uma contração de 0,6% TsT no primeiro trimestre, os indicadores apontam um crescimento robusto neste trimestre. De fato, a crise da Covid-19 teve impacto maior nas economias mais frágeis e mais dependentes de turismo. No entanto, as respostas robustas e unificadas à crise têm reduzido o impacto contracionista da pandemia nesses países.

O outro lado da moeda é que, por conta do grande volume de recursos públicos desembolsados para minimizar o impacto da pandemia, a dívida pública dos países teve forte alta no período. De acordo com os dados do FMI, a dívida pública bruta dos países avançados passou de 104% do PIB em 2019 para 120% no ano passado e deve continuar subindo, atingindo 122,5% do PIB este ano.

Devido à recuperação relativamente rápida da economia mundial, e às restrições que permanecem ao consumo de muitos serviços, houve forte alta na demanda mundial por bens. Como há restrições de oferta para alguns produtos, além de efeitos climáticos adversos, os preços de alimentos e de bens industriais estão muito pressionados. Apenas a inflação de serviços continua bem comportada. Prevemos que a inflação global seguirá pressionada nos próximos meses, devido aos gargalos de oferta e à elevada demanda.

E, nesse contexto, aumentam as preocupações sobre como a perspectiva de maiores pressões inflacionárias nos países desenvolvidos pode se refletir em termos de política monetária e preços de ativos financeiros. Há, em especial, um receio de que a inflação mais alta leve à redução dos estímulos monetários nos EUA, movimento que no passado derrubou preços de ativos e trouxe volatilidade às economias emergentes.

Outro ponto a ser monitorado é a condução da política econômica chinesa. Recentemente, o governo chinês demonstrou preocupação com a disparada de preços do minério de ferro e do aço. A sinalização é na direção de medidas que promovam a redução desses preços no segundo semestre. A ver.

Resumindo, apesar dos sinais de que se caminha para sair da crise econômica causada pela COVID-19, com a aceleração do crescimento mundial, a incerteza segue alta e o caminho de volta à normalidade deve ser muito volátil. Isso é especialmente válido para os ventos ora favoráveis aos emergentes, que podem a qualquer momento mudar de direção.

No Brasil, as revisões no cenário de atividade também foram acompanhadas de elevações nas projeções de inflação, como maior pressão sobre os preços administrados e de bens industriais, levando a inflação projetada para o ano para 5,7%, acima do limite superior da banda com que trabalha o Banco Central, de 5,25%. Para 2022, a inflação prevista também já está um pouco acima da meta, em 3,7%.

Com relação ao quadro fiscal, os efeitos econômicos e sociais da pandemia elevaram o risco de flexibilização adicional do regime do teto de gastos. A economia está crescendo, mas o desempenho dos setores intensivos em trabalho está ainda muito aquém do patamar pré-crise, dificultando a recuperação do emprego e aumentando a pressão por mais gastos sociais. Enquanto a pandemia não for superada, a pressão por ajustes fiscais estruturais diminui. A disputa eleitoral também pode levar à adoção de uma política fiscal mais expansionista.

Entretanto, enquanto perdurar a onda mundial mais otimista, o senso de urgência para a aprovação de reformas fiscais se enfraquece.

Com essas preocupações em mente, que não são poucas, nem triviais, podem-se resumir os destaques desta edição do Boletim Macro IBRE com os seguintes pontos:

- **Atividade econômica – página 7:** Após várias surpresas positivas dos indicadores de alta frequência, especialmente em março, revisamos nosso cenário de crescimento do PIB para 4,2% este ano. No entanto, no primeiro trimestre o crescimento foi bastante heterogêneo, principalmente no setor de serviços, e essa tendência deve se manter em abril. Enquanto os serviços prestados às famílias se contraíram em 17,1% AsA em março, os serviços de tecnologia da informação subiram 20,1% AsA. Apesar de a projeção mediana de

crescimento estar mais alta, a incerteza sobre a evolução da pandemia também aumentou. O risco de novas ondas de infecção aumentou consideravelmente e não podemos excluir a necessidade de novas medidas de restrição ao funcionamento das atividades ainda neste trimestre e no próximo. Para 2022, reduzimos a previsão de crescimento do PIB para 1,5%.

- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os índices de confiança de empresários e consumidores se recuperaram parcialmente em abril, mas o saldo líquido do bimestre março-abril ainda é negativo. Dados preliminares para maio indicam melhora no humor de empresários e consumidores, sugerindo continuidade da retomada. Apesar dos recentes números positivos, ainda é preciso cuidado na interpretação desses resultados, pois existem obstáculos que limitam o otimismo com esses cenários, como a cautela por parte dos consumidores e os problemas de escassez de matéria-prima na cadeia produtiva da indústria. A continuidade desse cenário positivo, ou menos negativo, continua dependendo do andamento do programa de vacinação.
- **Mercado de trabalho – página 12:** A PNAD Contínua registrou em fevereiro queda da taxa de desocupação, para 14,4%, tanto na série com ajuste sazonal como naquela sem ajuste, 0,4 ponto percentual abaixo do projetado pelo FGV IBRE. Tal resultado, apesar de aparentemente positivo, deriva não da aceleração da população ocupada, que continua em lento crescimento, mas de uma inesperada estabilidade da taxa de participação, que tem se repetido nos últimos quatro meses. Para março, portanto, espera-se aumento do desemprego para 14,9%, o que, dessazonalizado, representaria estabilidade. O Caged, finalmente, mostrou alta de cerca de 184 mil vagas em março de 2021, surpreendendo positivamente em relação às expectativas, mesmo com o aumento das restrições relacionadas à pandemia. Para abril, projeta-se um saldo positivo de 100 mil vagas.
- **Inflação – página 15:** A volta das pressões inflacionárias nos preços das matérias-primas pode intensificar a alta dos preços ao consumidor. O Boletim Focus antecipa que o IPCA pode ficar acima do teto de tolerância do sistema de metas de inflação em 2021 (5,25%). Nosso analista estima que deva ficar bem acima desse limite superior, possivelmente até superando os 6%. Como a inflação se espalha e avança via pressão de custos, o aumento da taxa de juros está focado em 2022.
- **Política monetária – página 17:** A análise das recentes decisões de política monetária leva nosso analista à conclusão de que o comportamento do BC nada tem de “dovish”, como supõem os críticos da estratégia de “normalização parcial”. A seu ver, o BC parece firmemente comprometido em fazer o que for necessário para executar, com rigor, o mandato a ele atribuído. Se terá sucesso ou não é outra história, até porque isso não depende apenas da autoridade monetária. Para os que enxergam excesso de confiança do BC em suas projeções de inflação, nosso analista lembra que, devido à defasagem com que opera a política monetária, a única maneira que um banco central tem de cumprir sua meta é perseguindo uma variável sobre a qual tenha algum controle e que seja bem correlacionada com a inflação em si. Tal variável é a projeção de inflação. Não há outra. Eventual abandono da tentativa de manter a projeção alinhada com a meta significaria perder de vez qualquer expectativa de ter a inflação sob controle.
- **Política fiscal – página 18:** A seção fiscal examina os desafios recentes à gestão da dívida pública. Em julho de 2020, o colchão de liquidez, reservas que dão maior tranquilidade à rolagem da dívida, era 41% inferior ao valor de dezembro 2019, despertando preocupação, pois se sabia da necessidade de novas despesas contra a Covid-19 e da concentração de vencimentos de dívida nos primeiros meses de 2021. Para fazer frente a essa situação, se aumentou o volume de títulos emitido e o ingresso de recursos extraordinários,



expandindo a reserva de liquidez em reais e relativamente à dívida vincenda. Mesmo assim, os desafios da gestão da dívida no período de pandemia não cessaram. Encurtou-se o prazo das emissões, descumprindo limites mínimos estabelecidos no Plano Anual de Financiamento de 2020. Por isso, o Tesouro precisará rolar maior fatia da dívida nos próximos meses do que usualmente precisaria, aumentando a exposição do financiamento da dívida às condições e taxas de mercado no futuro próximo – em cenário de aumento dos juros e manutenção de prêmio de risco elevado. Isso faz com que o período de pandemia permaneça desafiador à gestão da dívida, que seria facilitada por melhora das perspectivas para a consolidação fiscal, que reduzisse o risco das contas públicas.

- **Setor externo – página 21:** Mudanças metodológicas no cômputo da balança comercial implicaram diminuição dos saldos e ampliação do déficit em conta corrente, com resultados mais perceptíveis a partir de 2017. Respeitando o princípio da partida dobrada, foram ajustadas as fontes de financiamento, mantendo o resultado global do balanço de pagamentos idêntico ao observado antes da nova metodologia. Ajustamos a nossa projeção de saldo em conta corrente para um superávit de US\$ 6,0bi (+0,6% do PIB) em 2021, com acumulação de ativos de reserva de US\$ 24bi. A restrição externa, que tanto nos assombrou no passado, não deve ser motivo de preocupação no horizonte relevante.
- **Internacional – página 28:** O tema da seção sobre economia internacional é a inflação nos EUA. Na segunda semana de maio, foi divulgada a inflação ao consumidor para a economia americana e o número veio forte. Entre os destaques, serviços, exclusive aqueles ligados à energia, subiram 0,54% em abril e 2,48% em 12 meses. Segundo nosso analista, a série de serviços foi desorganizada com a epidemia e a reconstrução da oferta levará algum tempo. Assim, os preços desses serviços ficarão pressionados. Após a reversão desses choques, a pergunta que se fará é se o processo inflacionário adquirirá dinâmica própria. O risco é os choques serem tão fortes e tão extensos no tempo que, mesmo sem que as condições cíclicas gerem aceleração da inflação, tenhamos um processo inflacionário produzido pela deterioração das expectativas. Nesse caso, o banco central americano, o Federal Reserve, terá que iniciar um ciclo de elevação dos juros mesmo com mercado de trabalho operando com alguma folga, como teve que fazer o nosso Banco Central.
- **Em foco IBRE – página 30:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Lívio Ribeiro, o tema é a Economia Chinesa.

## Atividade econômica

### Atividade econômica surpreende no primeiro trimestre, mas com aumento da heterogeneidade setorial

Silvia Matos, Marina Garrido e Mayara Santiago

Os indicadores de alta frequência têm surpreendido positivamente nos últimos meses. Em particular, em março, os números vieram bem menos negativos do que era esperado, com resultados interanuais positivos bem acima dos indicadores antecedentes. Os resultados vieram bem acima das previsões do IBRE e da mediana de mercado. Apesar dos números agregados mais positivos, a heterogeneidade setorial no setor de serviços se intensificou no mês, com serviços prestados às empresas mostrando resiliência, ao passo que os serviços às famílias sofreram fortemente.

Em março, a indústria de transformação cresceu acima do previsto, 11,9% AsA (-3,2% MsM). A previsão era de 7,6% AsA. Na margem, a queda da produção industrial no final do primeiro trimestre aponta desaceleração do setor no período, refletindo o agravamento da pandemia e a falta de insumos. A produção industrial registrou queda de 2,4% MsM (10% AsA), segundo recuo consecutivo na margem, conforme divulgado pelo IBGE. Dentre as categorias de uso, há destaque para a contribuição negativa da produção de bens de consumo (-11,0% MsM). Para os próximos meses, o baixo nível de estoques contraria um crescimento da produção industrial, mas a falta de insumos ainda impõe desafios à indústria no curto prazo. Um ponto de destaque das sondagens do IBRE é que a desaceleração da demanda doméstica tem sido parcialmente compensada pela demanda externa.

Para o segundo trimestre, a reduzida base de comparação contribui para um forte resultado em termos interanuais do setor. Por exemplo, a produção de veículos, divulgada pela ANFAVEA, cresceu mais de 10.000% (AsA), excluindo máquinas agrícolas. Mesmo considerando que a produção praticamente parou em abril de 2020, o resultado foi muito expressivo. É importante destacar que variações interanuais tão atípicas reduzem a capacidade preditiva dos modelos econométricos utilizados.

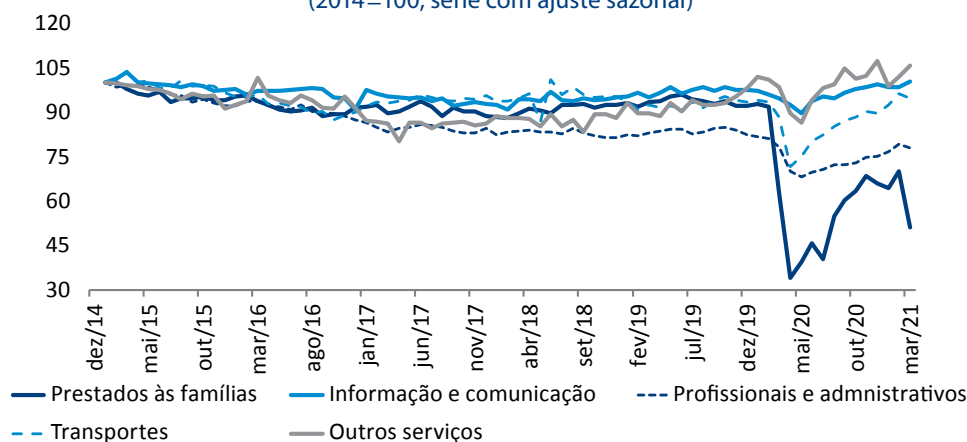
Com relação ao varejo, as vendas também surpreenderam positivamente, com quedas bem menos intensas do que a esperada com a imposição de novas restrições sanitárias. Para abril, os números devem continuar vindo fortes, sinalizados pelos indicadores da FENABRAVE e da Associação Comercial de São Paulo. Em particular, o indicador que representa a venda total de veículos cresceu 221,4% em abril em relação ao mesmo mês do ano passado, sem considerar máquinas agrícolas e implementos rodoviários.

E, por fim, o setor de serviços cresceu 4,5% AsA (-4,0% MsM) em março, também bem acima do previsto. A heterogeneidade setorial se intensificou no primeiro trimestre de 2021 e deve continuar em abril (vide figura abaixo). O destaque negativo ocorreu nos serviços prestados às famílias, que se contraiu 17,1% AsA, com os serviços de tecnologia da informação se destacando positivamente, com crescimento de 20,2% AsA. Com isso, a heterogeneidade no setor aumentou, pois os serviços prestados às famílias estão 44,4% abaixo do patamar pré-crise (fevereiro de 2020), enquanto os segmentos de transportes e outros serviços estão acima do nível pré-crise, em 1,4% e 4,7%, respectivamente. Para abril, é esperada recuperação parcial dos serviços prestados às famílias. Em termos interanuais, os indicadores antecedentes apontam um crescimento positivo, mas não suficiente para compensar a queda em abril do ano passado, que foi de 65%.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>De acordo com o IGet Serviços de Abril 2021, divulgado pela equipe do Santander Brasil Macroeconomic Research.

**Gráfico 1: Pesquisa mensal de serviços e subsetores selecionados**

(2014=100, série com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE.

Com esses resultados setoriais, o índice de atividade econômica divulgado pelo Banco Central cresceu 2,3% TsT (AsA), outro indicativo do aquecimento da economia brasileira nesse primeiro trimestre. Em termos interanuais, o crescimento foi de 6,3% AsA (-1,6% MsM) em março. Em linha com esse resultado, o IAE do FGV IBRE apontou crescimento de 1,4% AsA no trimestre.

Com relação ao crescimento do PIB para o primeiro trimestre, revisamos expressivamente os nossos números, de -0,2% TsT para 1,6% TsT. Devido ao melhor desempenho da atividade no primeiro e no início do segundo trimestre, revisamos o crescimento de 2021 de 3,2% para 4,2%.

Com a normalização da mobilidade, o efeito da pandemia na atividade no segundo trimestre tende a ser menor também. Porém, o risco de sofrermos novas ondas de infecção aumentou consideravelmente. Não podemos excluir a necessidade de novas medidas de restrição ao funcionamento das atividades ainda neste trimestre e no próximo, pois, apenas em meados do próximo semestre, uma parcela significativa da população será totalmente vacinada.

Com relação aos principais setores no PIB, a indústria de transformação deve ficar com uma ligeira contração de 0,3% TsT, mas forte crescimento interanual de 5,9% AsA no primeiro trimestre.<sup>2</sup>

**Tabela 1: PIB projeções**

Atividades	2021.I (TsT)	2021.I (AsA)	2021.II (TsT)	2021.II (AsA)	2021
Consumo das Famílias	0.6%	-1.0%	-2.4%	8.4%	4.2%
Consumo do Governo	2.2%	-1.1%	-1.4%	5.4%	3.0%
Investimento	-0.1%	8.8%	-5.4%	19.7%	9.3%
Exportação	3.7%	0.9%	5.9%	10.8%	4.7%
Importação	10.3%	6.0%	-5.0%	10.6%	3.6%
<b>PIB</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>11.1%</b>	<b>4.2%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.0%</b>
<b>Indústria</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>12.8%</b>	<b>3.6%</b>
Extrativa	2.3%	-2.5%	2.0%	1.1%	1.7%
Transformação	-0.3%	5.9%	-5.8%	20.9%	4.8%
Eleticidade e Outros	1.1%	2.5%	-2.2%	3.0%	2.0%
Construção Civil	-0.8%	-5.0%	0.1%	8.0%	2.6%
<b>Serviços</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>3.4%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

<sup>2</sup>O crescimento da indústria extrativa e da agropecuária também foi revisado para cima, e ambos os setores devem crescer em relação ao trimestre anterior: 2,3% TsT e 5,2% TsT, respectivamente.



Entre as atividades do setor serviços, comércio, transporte, outros serviços e administração pública foram revistos para cima, em linha com o IAE e o Monitor do PIB, ambos do FGV IBRE. Com isso, o setor como um todo deve crescer 1,0% TsT, ante previsão anterior de -1,3% TsT.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve se contrair apenas 2,6% AsA (0,6% TsT), já que os efeitos da pandemia parecem ter sido bem menores do que no ano passado. Em termos do consumo do governo, ainda esperamos que este recue 1,1% AsA (2,2% TsT). Nossa projeção para o investimento está bem mais forte depois da revisão da série do ICOMEX, que agora exclui operações registradas como exportações de plataformas para fins contábeis no regime REPETRO. Essas plataformas não saíram de fato do território brasileiro, mas eram contabilizadas como se tivessem saído, para fins fiscais. A série do ICOMEX é incorporada nos nossos modelos de investimento via absorção de máquinas e equipamentos, que também sofreu alterações com a recente revisão. Temos agora que o investimento deve crescer 8,8% AsA (-0,1% TsT). Além disso, os números de importação e exportação foram revisados para 6,0% AsA e 0,9% AsA, respectivamente. Contudo, ainda há muita incerteza em relação aos números do investimento e do setor externo, pois as séries históricas do IBGE ainda não incorporaram a nova metodologia.

Com relação ao segundo trimestre, o principal destaque é crescimento interanual de 11,1%, compensando mais que totalmente a queda do ano anterior de 10,9%. No entanto, esperamos recuo de 1,0% em relação ao primeiro trimestre. Todos os setores devem apresentar expressivo crescimento em termos interanuais, mas deverão recuar na margem, com destaque negativo para a indústria de transformação (- 5,8% TsT).

Apesar de termos um número mais alto para o crescimento de 2021, de 4,2%, o cenário é ainda mais incerto em relação à evolução da pandemia. O novo cenário também contempla maior aperto monetário em 2021, devido a um ambiente inflacionário mais desfavorável no curto prazo, com efeitos também sobre as expectativas para o próximo ano. Adicionalmente, a antecipação da recuperação da economia no primeiro semestre reduz o carregamento estatístico para o próximo ano, estimado em 0,7%. Neste contexto, revisamos para baixo o crescimento do PIB de 2022, para 1,5%, ante 2,0% anteriormente.

## Expectativas de empresários e consumidores

### Confiança continua em patamar baixo na virada do trimestre

Aloisio Campelo, Rodolpho Tobler e Viviane Seda

Os resultados de abril e da prévia extraordinária de maio mostram que a confiança de empresários e consumidores vem se recuperando de forma relativamente rápida do tombo de março. Com a flexibilização gradativa das restrições à circulação de pessoas e de funcionamento de estabelecimentos adotada em março para combater a pandemia, o humor de empresários e consumidores melhorou.

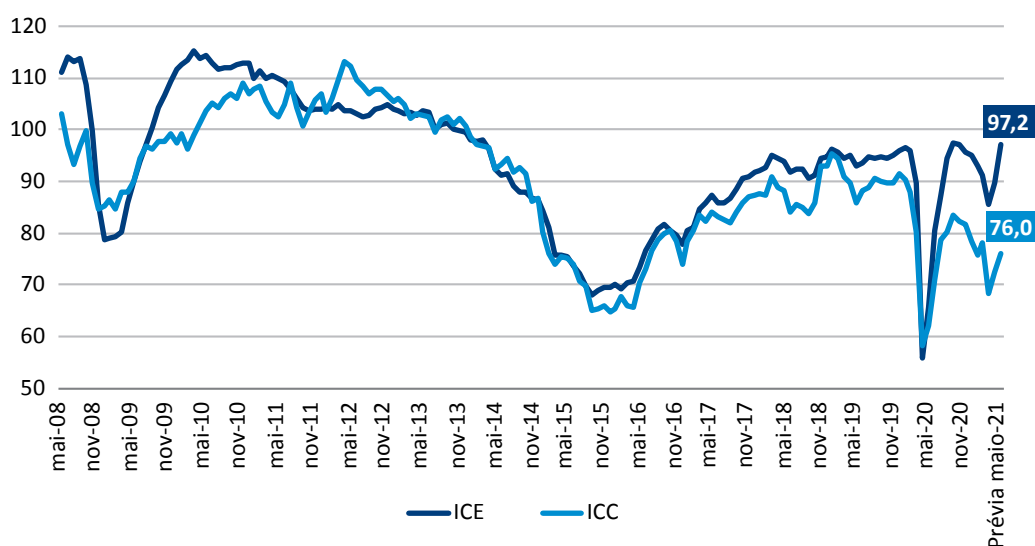
O Índice de Confiança Empresarial (ICE) avançou 4,3 pontos em abril e 7,4 pontos na prévia de maio, alcançando 97,2 pontos, número próximo ao do período pré-pandemia. Já o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) subiu 4,3 pontos em abril e 3,5 pontos em maio, chegando a 76,0 pontos, nível ainda inferior a fevereiro.

Pelo lado empresarial, a alta observada na prévia de maio foi bastante disseminada entre os setores, com maior intensidade no comércio e serviços, segmentos mais sensíveis às medidas restritivas. A melhora dos números da pandemia e o avanço da campanha de imunização influenciam positivamente e criam uma expectativa mais otimista entre os empresários em relação aos próximos meses.

Pelo lado dos consumidores, esse movimento ocorre de forma bem mais lenta, refletindo ainda cautela e preocupação com os rumos do emprego e da inflação.

**Gráfico 2: Confiança de consumidores e empresários**

(Com ajuste sazonal, em pontos)

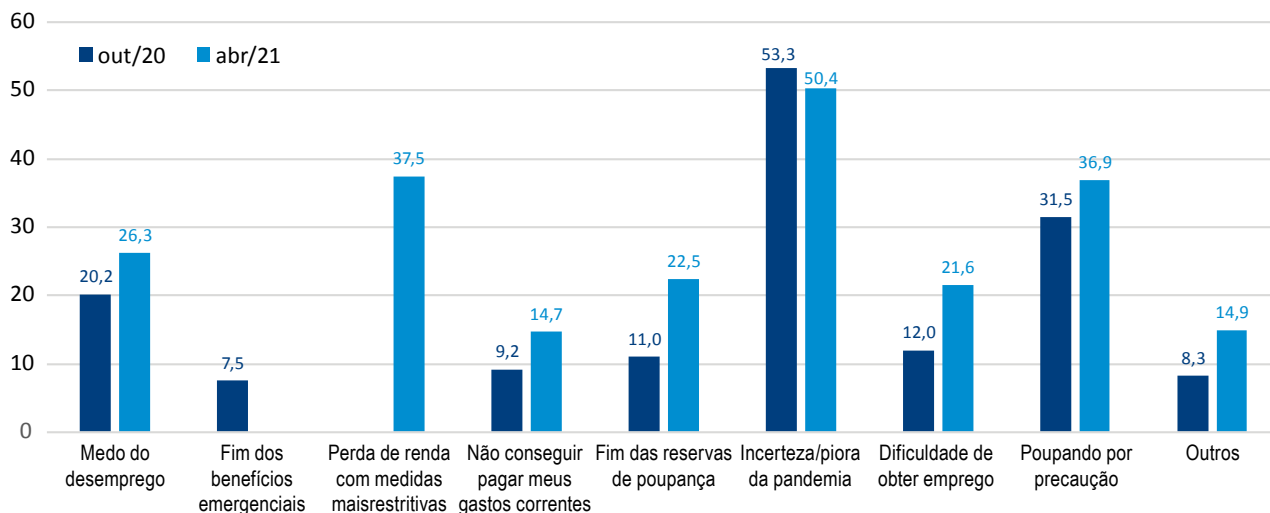


Fonte: FGV IBRE.

Muitos obstáculos à plena recuperação da confiança do consumidor são difíceis de serem ultrapassados no curto prazo. Quesitos extraordinários incluídos na Sondagem do Consumidor ajudam a entender o que se passa. Em abril, mais de 70% dos consumidores afirmaram estar adiando consumo de bens e serviços, um resultado superior ao obtido em outubro de 2020 (61,8%) e um dos fatores limitadores a uma recuperação mais robusta. Além da grande preocupação com relação à piora da pandemia, chamam a atenção o medo do desemprego e a preocupação com a dificuldade de se obter emprego e com a perda de renda em função das medidas restritivas, principalmente pelas classes de renda mais baixas. Além disso, o percentual dos que mencionam o fim das reservas de poupança e dificuldades em pagar seus gastos correntes duplicou em relação a outubro de 2020.

**Gráfico 3: Fatores têm levado ao adiamento de compras de bens ou serviços**

(Dados em percentual)

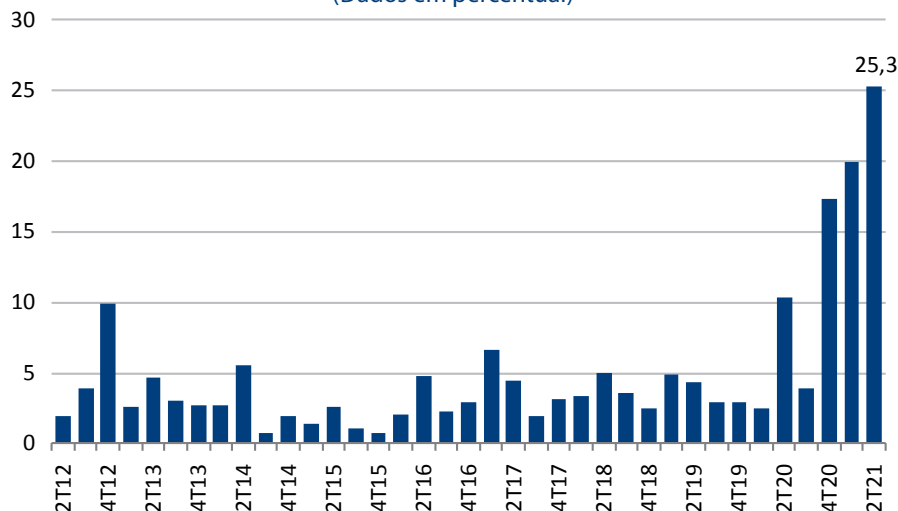


Fonte: FGV IBRE.

Outro fator limitante à retomada da economia tem uma motivação bem diferente por consistir em um problema pelo lado da oferta. É a escassez de matéria-prima percebida pelas indústrias: 25,3%<sup>3</sup> das empresas apontam que a falta de insumos é o principal problema à expansão dos negócios, o maior valor em 20 anos (início da série histórica). Entre os segmentos, os destaques são: *limpeza e perfumaria* (55,7% das empresas); *veículos automotores* (52,5%); e *química* (47,2%).

**Gráfico 4: Escassez de matéria-prima como fator limitativo à melhoria dos negócios**

(Dados em percentual)



Fonte: FGV IBRE.

<sup>3</sup>Quesito trimestral aplicado na Sondagem da Indústria.

Em grandes linhas, os últimos resultados das sondagens apontam uma recuperação dos índices de confiança de consumidores e empresários, mas com alguns desequilíbrios decorrentes dos efeitos da pandemia. A continuidade dessa retomada continua dependendo da melhora dos números da pandemia e do andamento do programa de vacinação do governo.

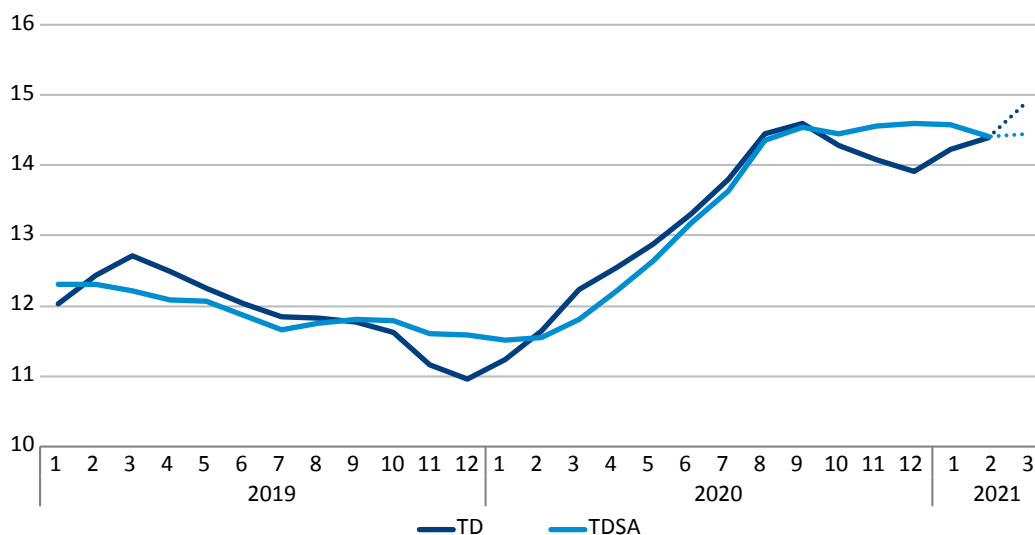
## Mercado de trabalho

Taxa de desemprego registra queda mais uma vez na série dessazonalizada, principalmente devido à estabilidade na taxa de participação nos últimos quatro meses, ainda 5 pontos percentuais abaixo do nível anterior ao da pandemia. Já o volume de ocupações continua crescendo lentamente. O Caged, por sua vez, surpreende de forma positiva, mesmo em meio a maiores restrições das atividades

Daniel Duque

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) divulgou sua edição de fevereiro, com pequeno aumento da taxa de desocupação, representando queda na série dessazonalizada. A alta na série divulgada, de 14,2% para 14,4%, foi 0,3 ponto percentual abaixo do projetado pelo FGV IBRE e, com ajuste sazonal, representou redução de desemprego em 0,2 ponto percentual. Em março, projeta-se aumento para 14,9%, representando estabilidade na série dessazonalizada.

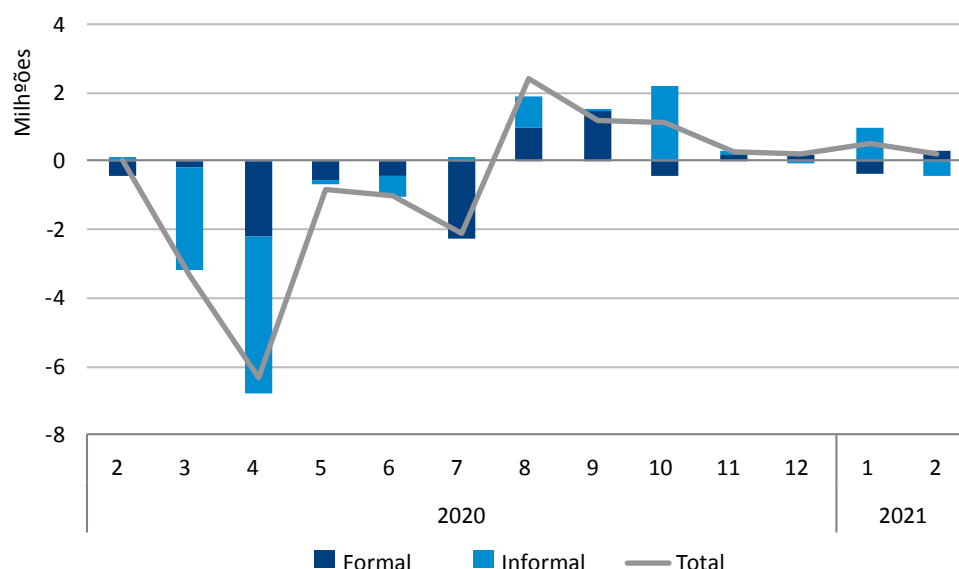
**Gráfico 5: Taxa de Desemprego 2019-21**



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

O resultado da taxa de desocupação, como mencionado, foi significativamente melhor do que o esperado (14,7%). No entanto, a surpresa positiva não foi puxada pelo aumento do número de ocupados. Como mostra o gráfico abaixo, na série mensalizada, o crescimento da população ocupada continua em nível relativamente baixo (menor do que 200 mil), com significativa queda dos trabalhadores informais no último mês, potencialmente influenciada pelo aumento das restrições relativas à pandemia no período – podendo, portanto, piorar ainda mais em março. Vale notar que os informais tinham sido responsáveis pela maior parte do crescimento da população ocupada no último semestre.

**Gráfico 6: Crescimento Mensal da População Ocupada, com ajuste sazonal**

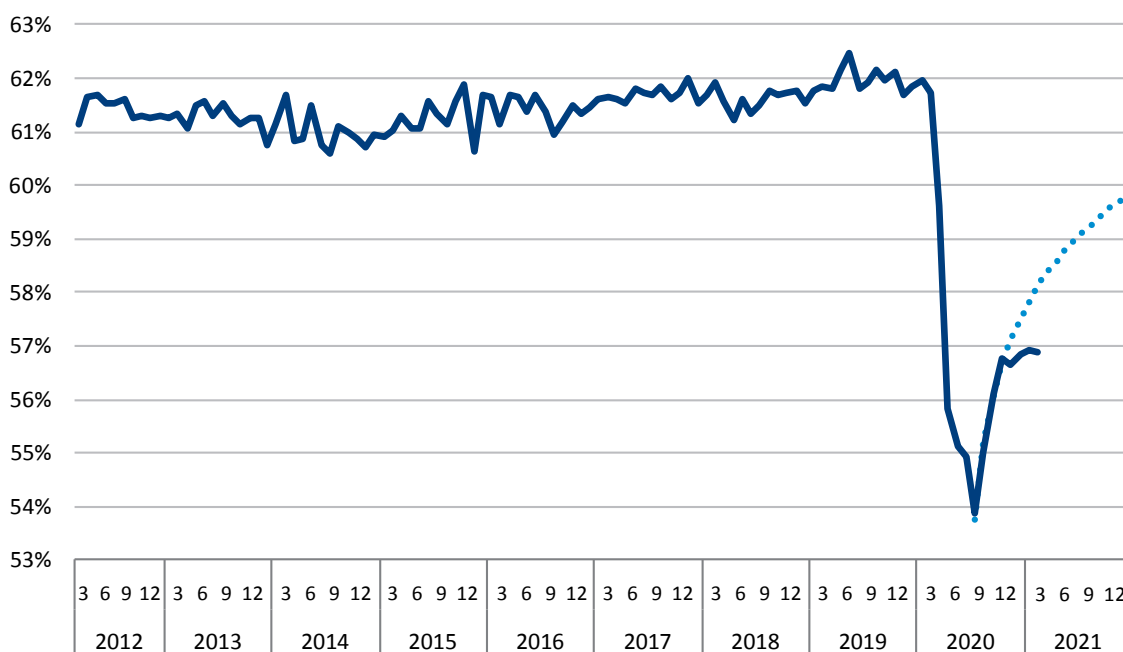


Fonte: PNADC. Elaboração: FGV IBRE, com base na metodologia de mensalização do Banco Central.

Obs: Como cada série teve ajuste sazonal separadamente, a soma dos formais com informais não necessariamente resulta na População Ocupada.

Desse modo, como o desemprego depende tanto dos aumentos da população ocupada (PO) como daqueles procurando emprego, o que explica o bom desempenho da taxa de desemprego no último mês foi, de fato, a estabilidade da taxa de participação. Quando se observa a série mensalizada com ajuste sazonal, mostrada no gráfico a seguir, percebe-se que nos últimos quatro meses, após rápida recuperação entre julho e novembro, a taxa de participação permaneceu significativamente estável. Tal interrupção da tendência anterior pode fazer com que a força de trabalho demore ainda mais para voltar ao seu nível anterior ao da pandemia.

**Gráfico 7: Taxa de Participação mensalizada, com ajuste sazonal**



Fonte: PNADC. Elaboração: FGV IBRE, com base na metodologia de mensalização do Banco Central.

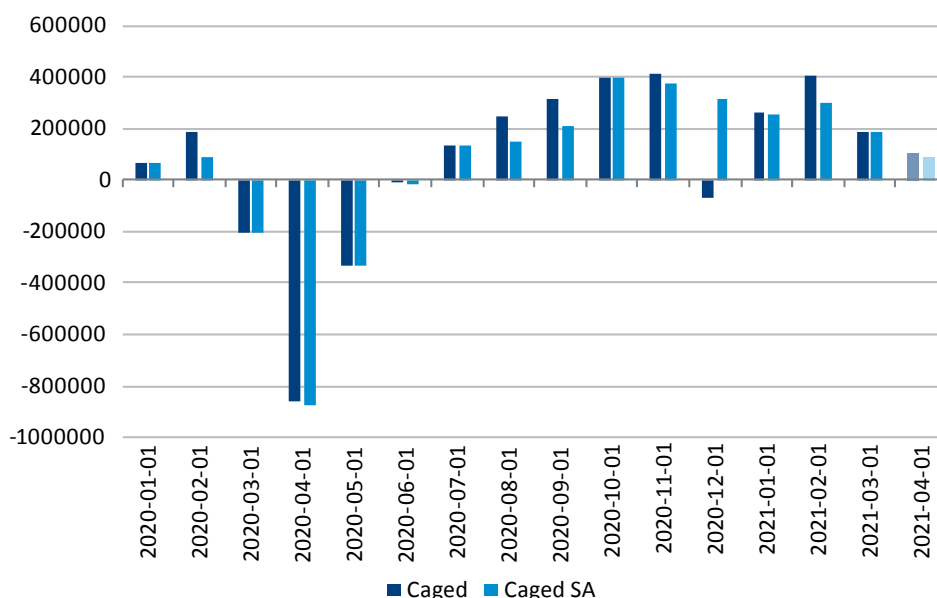
As razões pelas quais a taxa de participação se encontra surpreendentemente estável em um nível ainda 5 pontos percentuais abaixo do anterior ao da pandemia – fenômeno que tem também sido observado em outros países – são ainda pouco claras. Dentre as principais hipóteses, podem ser listadas a expectativa da volta do auxílio emergencial, o que de fato se concretizou em abril; a demora do retorno às aulas presenciais; e, potencialmente, a possibilidade de um aumento permanente de desalentados, entre os quais estariam trabalhadores há tempo suficiente fora do mercado de trabalho para ter grandes dificuldades de encontrar nova ocupação.

Há, portanto, possibilidade de a taxa de participação não se recuperar totalmente por um longo período. A dinâmica dessa variável no ano será determinante para a trajetória do desemprego ao longo da recuperação econômica.

O Caged, por sua vez, em março de 2021 registrou abertura de cerca de 184 mil vagas, o que representa saldo positivo de quase 200 mil vagas quando dessazonalizado. O resultado mais uma vez surpreende positivamente, com criação significativa de empregos formais, mesmo com o aumento das restrições relativas à pandemia.



**Gráfico 8: Saldo de Vagas do Caged 2019-21**



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

O FGV IBRE, por outro lado, projetava saldo negativo de 188 mil vagas, o que, quando dessazonalizado, representa perda de quase 200 mil empregos com carteira assinada. O resultado realizado tem sido sistematicamente acima das projeções não apenas do FGV IBRE, mas do mercado em geral. Tal fenômeno, junto ao descolamento entre o Caged e a PNADC, tem sido objeto de diversos questionamentos, ainda não totalmente explicados, sobre a atual série da Secretaria do Trabalho, que tem diferenças metodológicas não perfeitamente harmonizáveis com a divulgada até 2019.

Em abril de 2021, espera-se saldo positivo de cerca de 100 mil empregos com carteira assinada, o que, dessazonalizado, corresponde a aproximadamente de 87 mil vagas criadas.

## Inflação

### Preços das commodities causa nova aceleração do IPA

André Braz

Os preços de diversas commodities agrícolas e minerais voltaram a subir no início deste mês e já pressionam a inflação ao produtor. O IPA-10 de maio subiu 4,20% ante 1,79% em abril, movimento justificado pela aceleração registrada nos preços do minério de ferro (de -5,16% para 12,92%) e do milho (de 6,40% para 11,73%).

Na última semana, o preço do minério de ferro alcançou cotação recorde, ultrapassando a marca de US\$ 200 a tonelada. Tal movimento, conjugado com altas generalizadas entre outras commodities, voltou a acelerar a inflação ao produtor, levando o IPA/FGV a acumular alta de 48,61% em 12 meses.

A nova pressão inflacionária começou com a elevação dos preços de diversas commodities utilizadas como matérias-primas na fabricação de inúmeros bens finais. Os preços dessas commodities estão avançando muito desde o segundo semestre de 2020 e já acumulam alta de 75,3% em 12 meses. Esses aumentos constantes e ininterruptos seguem reduzindo as margens da indústria, principalmente diante da forte retração da demanda que dificulta que os repasses ao consumidor sejam mais expressivos.

O setor industrial exportador se vale do ganho de competitividade sustentado pela desvalorização cambial, fenômeno que, no final das contas, contribui para aumentar as tensões inflacionárias via desabastecimento do mercado nacional. Já o setor produtivo voltado para a demanda doméstica sofre diante da vigorosa redução das margens, num ambiente cuja demanda se mantém retraída.

Essa nova pressão, iniciada no meio do segundo trimestre de 2021, tenderá a acelerar a inflação entre os bens intermediários e os bens finais, grupos que registram desaceleração neste momento, mas que terão sua tendência invertida pela nova escalada dos preços das commodities. Bobinas de ferro, rações à base de soja e milho e peças para veículos e máquinas são produtos industrializados que tenderão a ficar mais caros.

Essas fontes de pressão inflacionária que gradualmente se aproximam dos bens finais contribuirão para a aceleração da inflação ao consumidor. Em abril, o IPCA do IBGE subiu 0,31%, registrando substancial desaceleração em comparação a março, quando a alta foi de 0,96%. No entanto, um olhar mais atento mostra que a inflação está acelerando entre bens duráveis, mostrando que nem a baixa atividade econômica ajuda a impedir repasses. Segundo o Banco Central, a taxa em 12 meses para bens duráveis do IPCA/IBGE subiu pelo oitavo mês consecutivo, acumulando alta de 8,4%, superior à inflação acumulada em 12 meses pelo IPCA, hoje em 6,76%.

A aceleração do IPA/FGV realimenta as chances de repasse para o IPCA, cuja expectativa para 2021, segundo Boletim Focus, não para de avançar, impulsionado pelas pressões inflacionárias trazidas por preços administrados, bens duráveis e alimentos. Ainda no final do primeiro semestre de 2021, a taxa em 12 meses do IPCA poderá se aproximar de 8%, o maior patamar desde setembro de 2016, quando chegou a 8,48%.

O Boletim Focus da segunda quinzena de maio antecipa inflação de 5,25% para 2021, ainda no limite estabelecido pelo teto de tolerância do sistema de metas de inflação. Porém, o IPCA poderá chegar facilmente a 6% no final do ano, segundo a tendência atual dos preços. Se confirmada, será a maior taxa de inflação desde 2016, quando o índice oficial encerrou o ano calendário com alta de 6,29%.

A recente trajetória da Selic, que avançou para 3,5%, com expectativa de alcançar 5,5% no final de 2021, ajudará na estabilidade da taxa de câmbio, que muito contribuiu para a aceleração da inflação nos últimos 12 meses. Contudo, a inflação que se dissemina não o faz em resposta à demanda, mas sim à pressão de custos. Dessa forma, o movimento da Selic está focado em reduzir as tensões inflacionárias de 2022, ainda que juros mais altos se apresentem como mais um obstáculo à retomada da atividade econômica.

# Política monetária

## A polêmica sobre a “normalização parcial”

José Júlio Senna

Por ocasião da penúltima reunião do Copom, o Comitê deu início ao que chamou de “normalização parcial” da política monetária. Em decorrência dos sinais de que a ociosidade da economia se reduzira, e da percepção de reversão das expectativas de inflação, os dirigentes do BC entenderam que “o cenário atual já não prescreve um grau de estímulo extraordinário”.

Além de ter promovido elevação da taxa Selic de 0,75 p.p., o Comitê sinalizou outro ajuste, de igual magnitude, para a reunião seguinte. Tal sinalização veio acompanhada da menção de que essa visão “poderia ser alterada”, uma vez que, “em última instância”, tudo depende “da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, e das projeções e expectativas de inflação”.

A despeito dessa ressalva, a estratégia do Comitê foi duramente criticada por alguns analistas, sob a alegação de que não embutia sinal suficientemente forte de comprometimento com a meta de inflação.

Diante das críticas, os dirigentes da instituição procuraram reforçar (verbalmente) a ideia de que a sinalização adotada “não estava escrita em pedra”, podendo, portanto, ser modificada. Note-se que a divulgação da projeção de inflação para 2022 em 3,6% (cenário básico) por si só justificava a ideia da normalização parcial, pois o exercício indicava não ser necessário levar a Selic para o patamar neutro para que a meta de 2022 (3,5%) fosse cumprida.

Na reunião seguinte, ou seja, na mais recente, o Copom promoveu o segundo ajuste de 0,75 e sinalizou um terceiro, para junho, novamente de mesma magnitude. Além disso, reforçou a estratégia de “normalização parcial”, enfatizando a ideia de ausência de compromisso com esse tipo de orientação. Completou o raciocínio assinalando que “os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação”.

Mais uma vez, os exercícios oficiais de projeção deram respaldo à estratégia adotada, uma vez que a projeção de inflação para 2022, pelo cenário básico, veio para 3,4%, agora que o caminho da Selic estimado na pesquisa Focus (base dos exercícios de projeção) fora ajustado para cima. Em reforço da ideia, o Copom acrescentou que projeções com base na hipótese de ajustes subsequentes da Selic, sem interrupção, até o patamar considerado neutro, indicavam queda da inflação para um patamar “consideravelmente abaixo da meta”, no horizonte de tempo relevante.

Diante da presente análise, concluímos que a mensagem do BC nada tem de “dovish”, como supõem os críticos da estratégia de normalização parcial. Em poucas palavras, o BC parece firmemente comprometido com o cumprimento da meta, mostrando-se disposto a fazer o que for necessário para executar com rigor o mandato a ele atribuído. Se terá sucesso ou não é outra história, até porque isto não depende apenas das ações da autoridade monetária.

Por fim, talvez caiba um comentário sobre outro tipo de crítica ao BC. A ideia aqui é a de que as pressões inflacionárias se mostram muito fortes, e os dirigentes da instituição revelam excesso de confiança em suas projeções de inflação. A nosso ver, raciocínio como esse desconsidera o fato de que um regime de meta de inflação é a mesma coisa que um regime de meta de projeção da inflação. Devido à defasagem com que opera a política monetária, a única maneira que um banco central tem de cumprir a sua meta é perseguindo uma

variável sobre a qual tenha algum controle e que seja bem correlacionada com a inflação em si. Tal variável é a projeção de inflação. Não há outra. Eventual abandono da ideia de procurar manter a projeção alinhada com a meta significaria perder de vez qualquer expectativa de ter a inflação sob controle.

## Política fiscal

### Desafios recentes à gestão da dívida pública

Matheus Rosa Ribeiro

Em meio à pandemia, foram impostos novos desafios à gestão da dívida pública brasileira, por causa da necessidade de financiar mais gastos contra a Covid-19 e o aumento da incerteza fiscal. Durante o segundo semestre de 2020, havia preocupação inclusive com a dinâmica de rolagem da dívida no curto prazo, dada a contração do colchão de liquidez – as reservas que permitem maior tranquilidade à rolagem da dívida. Um maior volume financeiro de emissões de títulos e o recebimento de recursos extraordinários arrefeceram essa preocupação, aumentando o colchão de liquidez mesmo em meio ao período que mais concentra vencimentos em 2021 (o primeiro quadrimestre). Entretanto, outros desafios do período da pandemia permanecem, haja vista o encurtamento do prazo da dívida, o que é especialmente arriscado sob cenário de alta de juros e incerteza fiscal.

A maior necessidade de financiamento do governo, para arcar com gastos extraordinários contra a Covid-19, causou redução do colchão de liquidez do Tesouro. O nível mais crítico foi em julho de 2020, mês com grande volume de vencimentos, no qual a reserva de liquidez ficou 41% inferior a dezembro de 2019. Os possíveis impactos dessa redução na dinâmica de refinanciamento da dívida pública preocupavam, em especial pela demanda por novos gastos contra Covid-19 e pelo volume de dívida vencendo nos primeiros meses de 2021<sup>4</sup>.

Para fazer frente a essa preocupação, houve aumento no volume de títulos emitidos a partir do segundo semestre de 2020, tornando-o o semestre de maior emissão de dívida da série histórica<sup>5</sup>: R\$ 956 bilhões foram emitidos, 170% a mais, por exemplo, que no mesmo semestre de 2019. O valor das emissões sobe a R\$ 1.029 bi no acumulado de seis meses até março de 2021. Foi importante também o ingresso de recursos extraordinários: R\$ 325 bilhões, advindos de repasse do superávit cambial do Banco Central, em agosto de 2020; e, já em 2021, repasses de cerca de R\$ 140 bilhões da desvinculação de fundos, prevista na aprovação da PEC Emergencial, e de cerca de R\$ 32 bilhões de devoluções antecipadas do BNDES, para amortização da dívida do banco junto à União<sup>6</sup>.

Assim, foi possível, mesmo em meio à pandemia, expandir em reais a reserva de liquidez – gráfico 9. Esse crescimento permitiu reversão da tendência de redução do número de meses à frente com os quais o colchão

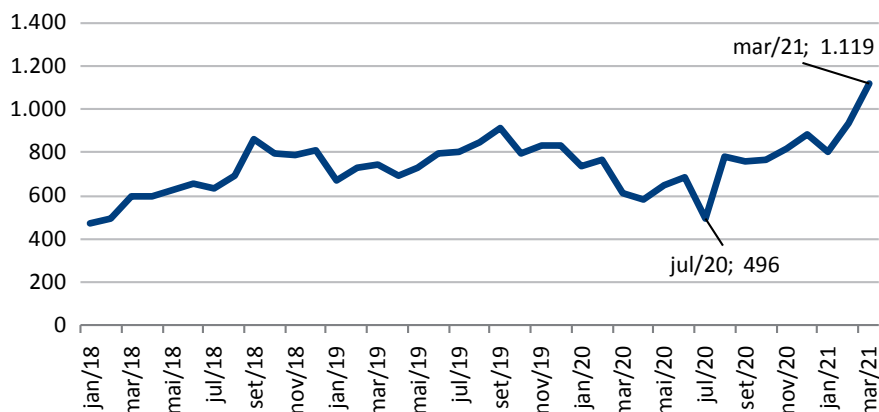
<sup>4</sup>Segundo o Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2021, 50,2% da dívida vincenda em 2021 venceu de janeiro a abril. Disponível em: [http://bit.ly/PAF\\_Divida\\_2021](http://bit.ly/PAF_Divida_2021)

<sup>5</sup>A série histórica do Relatório Mensal da Dívida vem desde 2007. O segundo semestre de 2020 também é o de maior emissão se consideramos emissões em % do PIB.

<sup>6</sup>Valores mencionados na apresentação do Relatório mensal da Dívida (minuto 14): [http://bit.ly/RMD\\_Mar21\\_Video](http://bit.ly/RMD_Mar21_Video)

de liquidez seria suficiente para arcar, em relação ao pagamento de dívida, como indica o gráfico 10. O Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2021 aponta que foi possível encerrar 2020 sem ultrapassar o limite prudencial de três meses de vencimentos de dívida<sup>7</sup>.

**Gráfico 9: Reserva de Liquidez da Dívida (R\$ bilhões)**



Fonte: Relatório Mensal da Dívida (Tesouro Nacional).

Isso não significa que os desafios à gestão da dívida no período de pandemia cessaram. Embora o custo médio da dívida tenha se reduzido com a SELIC em patamar historicamente baixo, emitiu-se dívida para prazos mais curtos. No PAF de 2020, o Tesouro estabeleceu 23% como limite máximo para o percentual da dívida vencendo em até 12 meses. Para o prazo médio da Dívida Pública Federal, estabeleceu 3,9 anos como limite mínimo. Ao fim do ano, ambos os limites foram ultrapassados: 28% da dívida vencendo em até 12 meses e 3,6 anos de prazo médio da dívida, patamares que se mantiveram até março. Isso implica que o Tesouro precisará fazer rolagem de maior fatia da dívida nos próximos meses do que usualmente precisaria, aumentando a exposição do financiamento da dívida às condições e taxas de mercado em um futuro próximo.

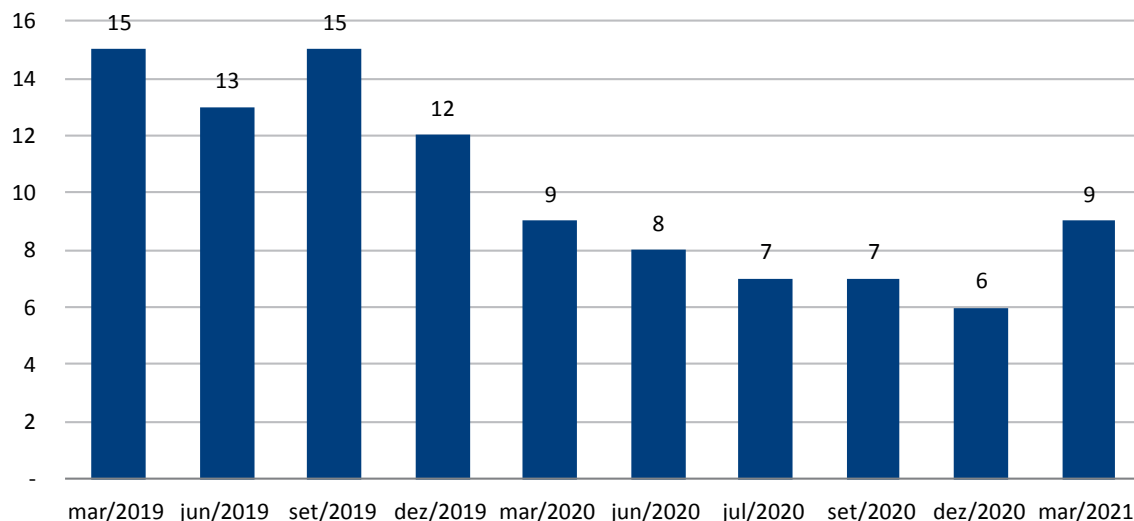
Nesse futuro próximo, as perspectivas apontam um maior custo de financiamento da dívida. Isso é perceptível na evolução da estrutura a termo da taxa de juros de Prefixados que, no fim de abril de 2021, aponta elevação dos juros em todos os horizontes de vencimento na comparação com fevereiro de 2020<sup>8</sup> ((pré-pandemia) e com dezembro de 2020. Além disso, o risco de investimento é elevado. O Credit Default Swap (CDS) para 1, 2 e 5 anos sinaliza risco no Brasil acima do observado em outros países latino-americanos, como México, Chile e Colômbia<sup>9</sup>.

<sup>7</sup>Mais especificamente, o PAF 2021, do Tesouro Nacional, aponta que “Na gestão de risco de refinanciamento da dívida, procura-se manter a reserva de liquidez em montantes equivalentes a pelo menos 3 meses de vencimentos da DPMFi em mercado, acrescido dos pagamentos de encargos junto ao Banco Central, sendo esse um nível prudencial”. Disponível em: [http://bit.ly/PAF\\_Divida\\_2021](http://bit.ly/PAF_Divida_2021)

<sup>8</sup>Fonte: Anbima.

<sup>9</sup>Fonte: Bloomberg. Consulta em 17 de maio de 2021.

**Gráfico 10: Quantidade de meses à frente que a Reserva de Liquidez da dívida seria suficiente para pagar a Dívida Pública Federal (DPF) vencida**



Fonte: Relatório Mensal da Dívida (Tesouro Nacional). Retrata a posição no fim de cada trimestre e em julho de 2020, destacado por ser o mês de 2020 com menor reserva de liquidez em reais.

O prêmio de risco elevado é influenciado pela incerteza fiscal do país. Em nossos cenários, mesmo se considerado crescimento das despesas pelo IPCA, como indicado pelo Teto dos Gastos, devemos continuar tendo déficit até 2025. E não é possível garantir que o ritmo de crescimento das despesas efetivamente será o indicado pelo Teto, uma vez que há dúvidas da possibilidade de manutenção da regra atual até o prazo fixado em lei (2026). A maior parte das despesas é obrigatória, e os gastos discricionários em nível baixo já pressionam custeio e investimento. Embora uma mudança nas perspectivas do deflator do PIB e pagamentos antecipados do BNDES à União tornem viável até redução da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em percentagem do PIB em 2021, a evolução do endividamento a partir daí, sob o cenário de déficit apresentado e taxas de juros mais elevadas, aponta estabilização da DBGG em porcentual do PIB elevado e apenas em 2026.

A incerteza quanto à consolidação fiscal do país reforça, assim, as dificuldades a serem enfrentadas na gestão da dívida daqui para frente. Se, por um lado, a preocupação de rolagem no curtíssimo prazo foi revertida, por outro, o volume maior de dívida a ser rolada – em cenário de aumento das taxas de juros e manutenção de prêmio de risco elevado – faz com que o período de pandemia permaneça desafiador à gestão da dívida.



# Setor externo

## Mudanças metodológicas

Lívio Ribeiro

No início de abril, a Secretaria de Comércio Exterior (SECEX), vinculada ao Ministério da Economia, divulgou uma série de mudanças metodológicas na apuração dos resultados comerciais brasileiros. Tais mudanças foram feitas para adequar as estatísticas às melhores práticas internacionais, atualizando fontes de dados, processos e o entendimento de rubricas específicas do comércio exterior brasileiro, implicando revisão das séries históricas até 1997.

Ressalta-se, em específico, quatro mudanças metodológicas relevantes. Em primeiro lugar, e mais importante, foi modificado o tratamento de plataformas de exploração ou produção de petróleo comercializadas (por isso entende-se troca de propriedade entre residentes e não-residentes) no âmbito dos regimes especiais aduaneiros REPETRO e REPETRO-SPED<sup>10</sup>. Em termos práticos, as plataformas deixaram de fazer parte das estatísticas principais da balança comercial brasileira, modificando de forma relevante tanto as exportações (principalmente no pré-2017) como as importações (entre 2018 e 2020).

Em segundo lugar, foi modificada a contabilização das importações feitas através do regime aduaneiro RECOF<sup>11</sup>, com impacto concentrado em produtos específicos – destacadamente turbinas e turbo reatores, inclusive para aviões. O efeito prático foi a ampliação da base de contabilização das importações, aumentando a quantidade de operações cobertas pelas estatísticas da SECEX.

Sob a mesma ótica de ampliação das operações contabilizadas pela SECEX, a terceira mudança relevante foi a incorporação da importação da energia elétrica de Itaipu (com origem no Paraguai) às estatísticas oficiais. É importante notar, nesse caso específico, que as importações já eram contabilizadas tanto pelo Banco Central do Brasil (BCB) – dentro da balança comercial que compõe as estatísticas da conta corrente – como pelo agente produtor, isto é, são contabilizadas nas estatísticas paraguaias.

Por fim, a quarta mudança relevante ocorreu no tratamento de *outliers* estatísticos observados nas série históricas, sendo mais relevante nas importações. Cabe dizer que essa mudança teve efeitos bastante limitados, seja em valores ou em cobertura de operações, tanto de NCM's (a Nomenclatura Comum do Mercosul) com de CNAE's (Classificação Nacional de Atividades Econômicas do IBGE).

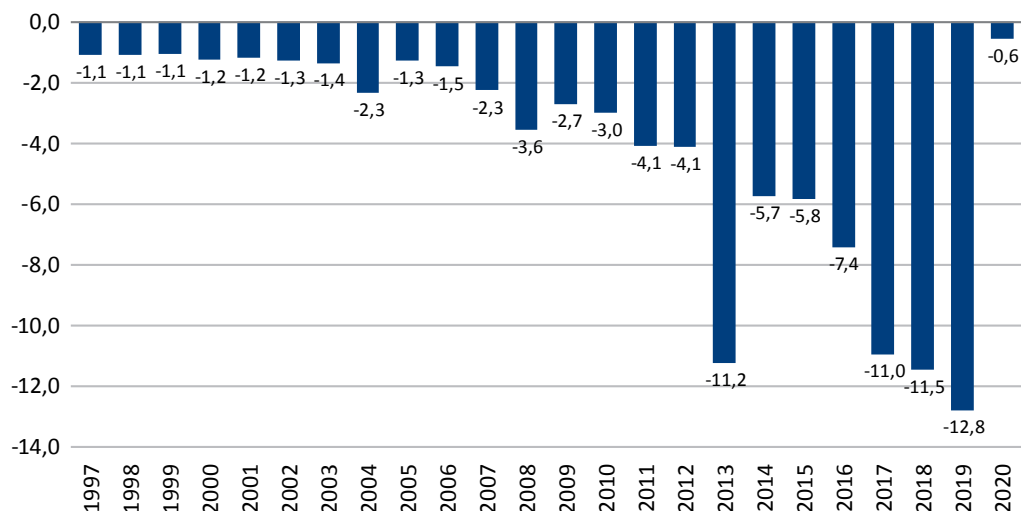
Somadas a outros ajustes menos específicos, em grande medida evoluções contábeis, as mudanças implementadas tiveram efeitos bem definidos sobre as estatísticas de comércio exterior da SECEX. As exportações foram reduzidas (em valor), removendo distorções contábeis – no que se destacou o ajuste da contabilização do REPETRO. As importações, por sua vez, foram ampliadas (em valor), removendo distorções contábeis –

<sup>10</sup>O Repetro é um regime aduaneiro especial de exportação e de importação de bens que se destina às atividades de pesquisa e de lavra das jazidas de petróleo e gás natural (IN RFB nº 1.415, de 2013, art. 1º). Ele permite a importação ou aquisição no mercado interno, com suspensão de tributos federais, de matérias primas, materiais de embalagens e produtos intermediários, desde que sejam utilizados na fabricação de produtos destinados à indústria de petróleo e gás natural.

<sup>11</sup>O Regime Aduaneiro Especial de Entrepósito Industrial sob Controle Aduaneiro Informatizado (Recof) e o Regime Aduaneiro Especial de Entrepósito Industrial sob Controle Informatizado do Sistema Público de Escrituração Digital (Recof-Sped) permitem à empresa beneficiária importar ou adquirir no mercado interno, com suspensão do pagamento de tributos federais (e, em alguns casos, estaduais), mercadorias a serem submetidas a operações de industrialização de produtos destinados à exportação ou ao mercado interno."

como no REPETRO – e ampliando a base de operações cobertas pelas estatísticas da Secretaria. A corrente de comércio praticamente não foi modificada, mas os saldos comerciais foram reduzidos – ainda que sem modificar a tendência histórica das séries. Uma comparação entre os resultados prévios e atuais da balança comercial medida pela SECEX pode ser observado no gráfico abaixo.

**Gráfico 11: Efeitos das mudanças metodológicas sobre o saldo comercial SECEX**



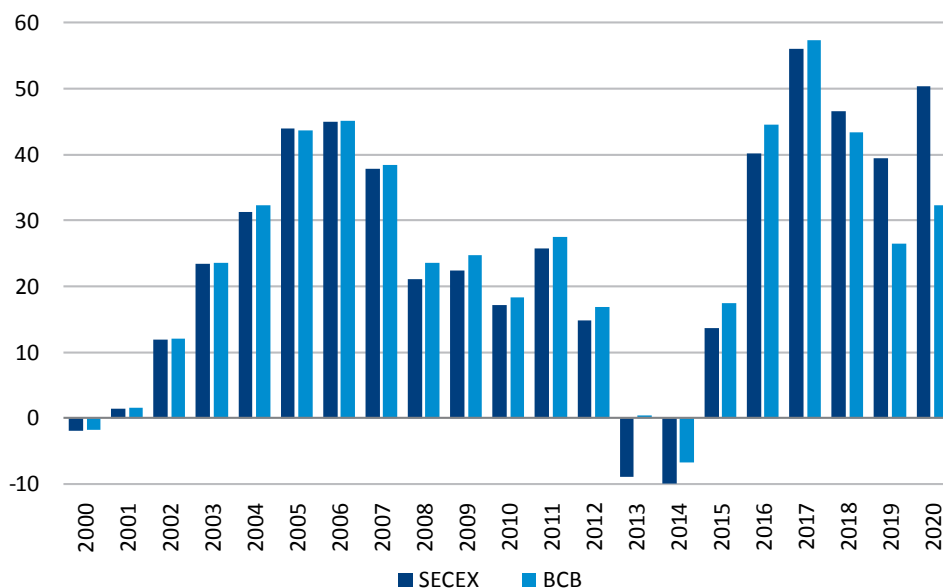
Fonte: SECEX.

Com mudanças tão relevantes nos saldos contabilizados pela SECEX, tornar-se-ia necessário modificar, imediatamente, as estatísticas do setor externo contabilizadas pelo Banco Central do Brasil – de imediato, saldos comerciais menores e déficit em conta corrente mais elevado. No entanto, nem tudo é tão simples.

Como já ficou claro nos parágrafos anteriores, sempre tivemos uma diferença entre a balança comercial medida pela SECEX e a medida pelo BCB. Historicamente, tal diferença era pequena (inferior a US\$ 5bi/ano) e podia ser atribuída, em sua quase totalidade, à questão das importações de energia – presentes no BCB mas não contabilizadas pela SECEX. Dentre as inúmeras mudanças feitas, resolveu-se essa diferença metodológica, com ambas as estatísticas – que são oficiais – agora contabilizando essa importação.

Estabeleceu-se, no entanto, nova diferença contábil. Como as operações feitas no regime REPETRO determinam troca de propriedade entre residentes e não-residentes, em última instância a essência contábil das estatísticas de balanço de pagamentos, as estatísticas de balança comercial do BCB não excluem as plataformas de petróleo comercializadas sob este regime especial. Com isso, as diferenças entre a balança comercial SECEX e a balança comercial BCB passaram a ser bastante relevantes; como se pode observar no gráfico ao lado, isso foi particularmente claro nos últimos anos.

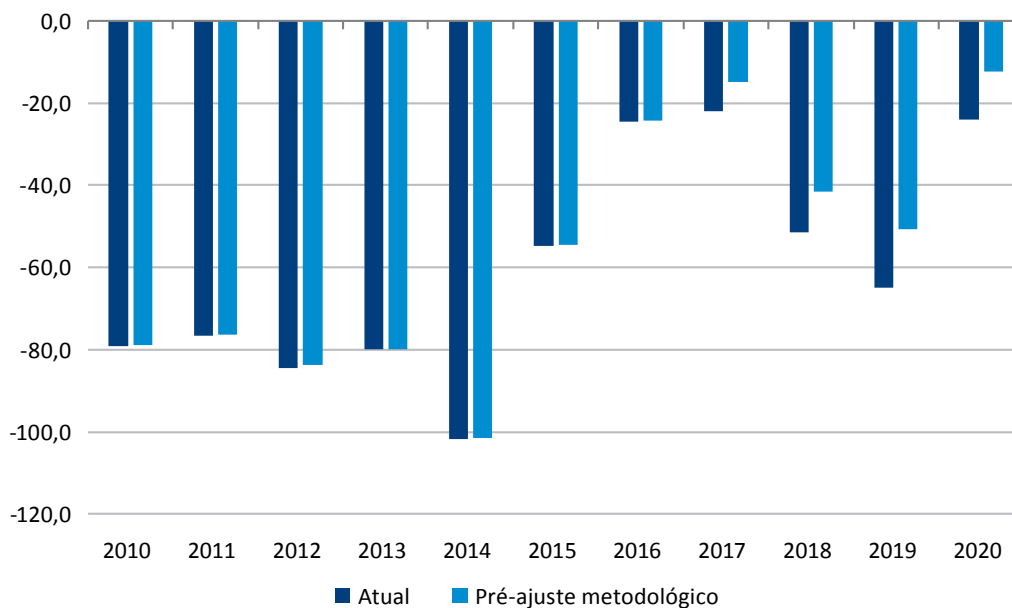
**Gráfico 12: Balança comercial (SECEX vs. BCB)**



Fonte: SECEX e Banco Central do Brasil.

Para além dessa questão, outras rubricas da conta corrente sofreram mudanças marginais – destacando fretes e aluguel de equipamentos, reflexos não somente das questões relativas ao REPETRO como também devido à maior cobertura das estatísticas de importação. Os novos valores do (maior) déficit em conta corrente podem ser observados no gráfico abaixo.; percebe-se claramente que as revisões são relevantes especialmente a partir de 2017.

**Gráfico 13: Saldo em conta corrente (US\$bi)**



Fonte: Banco Central do Brasil.

Cabe notar, no entanto, que sob o princípio de partida dobrada, há necessidade de compensação nas fontes de financiamento para manter o resultado agregado do balanço de pagamentos exatamente igual ao anterior, mesmo após aumento histórico do déficit em conta corrente. Esse é um ponto que sempre ressaltamos e que, usualmente, passa despercebido: a avaliação do resultado externo deve ser feita em sua totalidade, observado todas as rubricas de Usos (conta corrente e amortização) e Recursos (as inúmeras fontes de financiamento) do balanço de pagamentos. Como se pode observar na tabela abaixo, o ajuste foi feito na rubrica de “Outros fluxos de financiamento”, em específico nos saldos líquidos de adiantamentos de contrato de câmbio (ACC).

**Tabela 2: Ajustes no balanço de pagamentos durante o último biênio (US\$ bi)**

	2019		2020	
	Anterior	Atual	Anterior	Atual
<b>Usos</b>	<b>-122.5</b>	<b>-136.8</b>	<b>-66.6</b>	<b>-78.2</b>
<b>Conta Corrente</b>	<b>-50.7</b>	<b>-65.0</b>	<b>-12.5</b>	<b>-24.1</b>
Balança comercial	40.5	26.5	43.3	32.4
Pagamento líquido de juros	-25.5	-25.5	-21.1	-21.1
Viagens internacionais	-11.6	-11.6	-2.3	-2.3
Remessas de lucros e dividendos	-31.9	-31.9	-17.2	-17.2
Frete	-5.9	-6.3	-2.5	-3.2
Outros serviços e rendas primárias	-17.4	-17.4	-14.9	-14.9
Dos quais aluguel de equipamentos	-14.6	-14.6	-11.7	-11.7
Renda secundária	1.2	1.2	2.4	2.4
<b>Amortizações</b>	<b>-71.8</b>	<b>-71.8</b>	<b>-54.1</b>	<b>-54.1</b>
<b>Recursos</b>	<b>96.5</b>	<b>110.8</b>	<b>52.3</b>	<b>63.9</b>
<b>Investimento direto líquido</b>	<b>46.4</b>	<b>46.4</b>	<b>50.6</b>	<b>50.6</b>
IDP	69.2	69.2	34.2	34.2
Participação no capital (IDP)	63.6	63.6	29.7	29.7
Empréstimos intercompanhia (IDP)	5.5	5.5	4.5	4.5
IDE	22.8	22.8	-16.4	-16.4
Participação no capital (IDE)	20.8	20.8	-17.7	-17.7
Empréstimos intercompanhia (IDE)	2.0	2.0	1.3	1.3
<b>Portfolio</b>	<b>-10.2</b>	<b>-10.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.6</b>
<b>Captações</b>	<b>56.8</b>	<b>56.9</b>	<b>50.1</b>	<b>50.2</b>
<b>Outros fluxos diversos</b>	<b>3.5</b>	<b>17.8</b>	<b>-45.8</b>	<b>-34.2</b>
<b>Ativos de reserva</b>	<b>-26.1</b>	<b>-26.1</b>	<b>-14.2</b>	<b>-14.2</b>

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em dito tudo isso, como se modificam as nossas projeções de conta corrente? Para além das questões metodológicas, que tornam a comparação com nossas projeções anteriores espúria, a excepcional conjuntura

associada à Covid-19 continua dando o tom: choques na absorção relativa (crescimento global vs. crescimento doméstico), nos termos de troca e na taxa de câmbio são os fatores essencialmente relevantes, as “condições de contorno” sob as quais será construída nossa avaliação do cenário externo brasileiro.

No diferencial de crescimento, há evidente aceleração da absorção externa que combina normalização sanitária e amplos pacotes de estímulos fiscais e monetários, especialmente no mundo desenvolvido. Há certa heterogeneidade, com retomada mais vigorosa concentrada na China e nos Estados Unidos, normalização claudicante na Zona do Euro e claro atraso na normalização do mundo emergente ex-China. De uma forma ou de outra, espera-se aceleração do crescimento global no decorrer de 2021, com um segundo semestre mais homogêneo – e com crescimento mais robusto – do que o primeiro. 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.

Na seara doméstica, por outro lado, observou-se que os efeitos econômicos da 2ª onda da pandemia foram sensivelmente menores do que o esperado pelos analistas. Com isso, estamos em meio a um forte processo de revisão positiva das projeções de crescimento do ano, com um primeiro semestre claramente mais forte do que anteriormente estimado e impactos sobre as projeções anuais, que sairão das cercanias de expansão de 3,0% para as cercanias de crescimento de, ao menos, 4,0% em 2021.

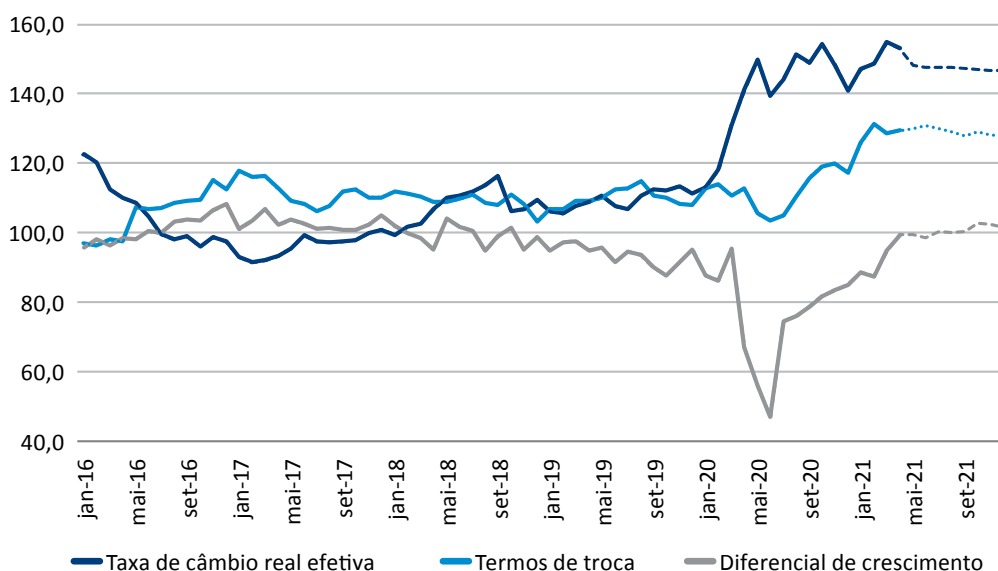
Nos termos de troca, temos destacado há algum tempo que nossa pauta comercial oferece certa blindagem frente ao choque da Covid-19. De início, a grande aceleração relativa da demanda chinesa impulsionou os preços de algumas commodities relevantes em nossa pauta exportadora (como soja, minérios e proteínas), 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 reflexão que afeta tanto os bens exportados como os bens importados. Não muda o fato, no entanto, de que os termos de troca devem subir fortemente em 2021.

Por fim, continuamos enxergando a moeda brasileira descolada do comportamento de seus pares, com evidências de que questões idiossincráticas são relevantes para explicar esse desempenho inferior. Muitos analistas têm levantado a hipótese de que o aumento do diferencial de juros implicará apreciação da moeda. Como destacado em artigos anteriores<sup>12</sup>, entendemos que restringir o debate ao diferencial de juros é ingênuo; o fato de ele operar para o fortalecimento da moeda não implica, necessariamente, que o resultado seja esse. Continuamos enxergando uma moeda pressionada no horizonte de análise, com cenários nos quais ocorre apreciação cambial sendo possíveis em realizações favoráveis.

Uma visão geral das condições de contorno para o setor externo brasileiro pode ser observada no gráfico a seguir. Comparado ao exposto na atualização anterior (jan/21), temos agora termos de troca claramente mais elevados em 2021, uma taxa de câmbio somente um pouco mais depreciada e aumento mais moderado do diferencial de crescimento.

<sup>12</sup><https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-cambio-e-diferencial-de-juros-indo-alem-das-visoes-parciais>

**Gráfico 14: Fundamentos do setor externo brasileiro (2006=100)**



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

Incorporando os dados recentes e as mudanças metodológicas ocorridas, revisamos as nossas projeções de conta corrente para um superávit de US\$ 6,0bi em 2021, o que seria consistente com +0,6% do PIB. O número é bastante distinto de nossa projeção anterior (déficit de US\$ 12,9bi), mas ambos não são comparáveis posto que foram construídos sob regimes estatísticos diferentes.

Dentre suas componentes, estimamos superávit comercial – no conceito BCB – de US\$ 56,8bi. Nas exportações (US\$ 255bi em 2021), o forte crescimento deriva de choques positivos nos termos de troca e no crescimento global. Nas importações (US\$ 199bi em 2021), a retomada reflete a progressiva recuperação da economia e uma “hipótese de transição” entre as importações medidas pela SECEX e as contabilizadas pelo BCB.

Entendemos que há viés positivo para essa projeção, pois, no conceito SECEX<sup>13</sup>, nosso saldo estimado é de aproximadamente US\$ 75bi em 2021. Já na balança de serviços e rendas (déficit de US\$ 50bi), os efeitos da Covid e da lenta normalização econômica se fazem mais presentes, afetando principalmente as dinâmicas de remessas de lucros e dividendos, e os gastos com turismo internacional.

A tabela 3 compila nossas projeções mais recentes e a atualização de cenário fornecida pelo Banco Central do Brasil em seu último Relatório Trimestral de Inflação (RTI mar/21). Ressalta-se que os números do Banco Central foram construídos antes das mudanças metodológicas descritas no início desta seção, não sendo, portanto, diretamente comparáveis aos nossos.

<sup>13</sup>Somente no primeiro trimestre de 2021, o saldo comercial no conceito BCB foi de déficit de US\$ 3,7bi, ao passo que no conceito SECEX ocorreu superávit de US\$7,9bi.



**Tabela 3: Conta corrente em 2021 (US\$bi e % do PIB)**

	BCB**	Atual
Conta corrente	2.0	6.0
Balança comercial*	70.0	55.8
Exportações	256.0	254.8
Importações	186.0	199.0
Pagamento de juros	-23.0	-17.2
Viagens	-3.0	-1.9
Lucros e dividendos	-24.0	-15.0
Fretes		-4.8
Outros serviços e rendas primárias	-18.0	-13.6
Renda secundária		2.7
<b>Conta corrente (%PIB)</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>

\*Conceito BCB. \*\*Previsão do RTI mar/21. Fonte: Banco Central do Brasil e FGV IBRE.

Com superávit em conta corrente e sinais mais consistentes de normalização nos fluxos financeiros globais – inclusive, anteriores aos avanços sanitários que levam à progressiva normalização da economia real – teremos um ano sem quaisquer problemas no financiamento externo.

Nossa estimativa mais recente é de acumulação de US\$ 24bi em ativos de reserva durante 2021, com dinâmicas mais positivas que as observadas no ano passado em fluxos de portfólio e novas captações externas (taxa de rolagem mais elevada). Por outro lado, não vemos um cenário particularmente auspicioso para os fluxos de investimento direto líquido, com leituras que ainda sofrem com o elevado grau de incerteza na economia brasileira. A tabela 4 compara nossas projeções com a atualização oficial mais recente (RTI mar/21), claramente com menos detalhes disponíveis.

**Tabela 4: Usos e Recursos do balanço de pagamentos (US\$bi)**

	BCB*	Atual
Usos	-60.7	-59.5
Conta corrente	2.0	6.0
Amortizações	-62.7	-65.5
Recursos	-	83.5
Investimento direto líquido	-	41.5
Portfólio (carteira)	10.0	6.2
Captações (rolagem)	-	68.2
Outros fluxos	-	-32.4
Ativos de reserva	-	24.0

\*Previsão do RTI mar/21. Fonte: Banco Central do Brasil e FGV IBRE.

Em conclusão, não se espera qualquer restrição externa em 2021, em cenário de superávit na conta corrente e acumulação de ativos de reserva no balanço de pagamentos. Com progressiva normalização da economia e melhora (global e local) da pandemia, devemos migrar novamente a uma conta corrente levemente deficitária em 2022, o resultado natural para uma economia com baixo nível de poupança interna. A restrição externa, que tanto nos assombrou no passado, não deve ser motivo de preocupação no horizonte relevante.

## Internacional

### A inflação que surpreendeu

Samuel Pessôa

Na segunda semana de maio, foi divulgado a inflação ao consumidor para a economia americana. O número veio forte. A inflação em abril foi de 0,77% e em 12 meses o indicador aponta 4,16%. O que mais assustou foi que o núcleo por exclusão para o mês foi de 0,92%, ainda mais forte do que o índice cheio. Em 12 meses, o núcleo por exclusão foi de 3%.

Apareceu uma inflação de serviços que não estava na projeção de muitos analistas. Serviços exclusive aqueles ligados à energia subiram 0,54% em abril e 2,48% em 12 meses. Uma série de serviços foi desorganizada com a epidemia e a reconstrução da oferta levará algum tempo. Esse, por exemplo, é o caso das viagens aéreas. As companhias aéreas devolveram parte das aeronaves que alugam, bem como diversas linhas foram desfeitas. A reconstrução tomará algum tempo. Ao longo desse período, os preços desses serviços estarão pressionados.

A retomada da economia, desde a brutal queda no segundo trimestre de 2020, tem produzido diversos choques de preços. Um deles está associado à desorganização das cadeias produtivas ligadas aos bens, principalmente os de consumo durável, cujo consumo subiu muito com as quarentenas. Em função do isolamento social, as famílias reduziram pesadamente o consumo de serviços no mercado. Substituíram pela produção de serviços em casa.

Assim, há forte demanda para: reformas de casas; reaparelhamento de escritórios domésticos para teletrabalho e aulas remotas; compras de utensílios de cozinha; bicicletas e outros equipamentos que substituem as academias fechadas; automóveis para fugir do transporte público; e assim sucessivamente.

Ou seja, a produção doméstica de serviços gerou forte demanda pela aquisição de mercadorias. A indústria de transformação agradece.

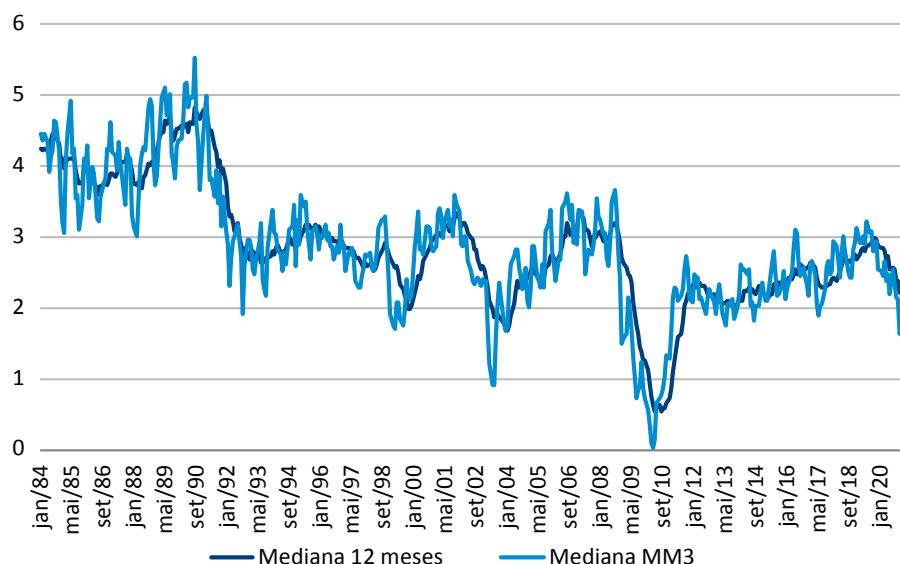
O fenômeno da recuperação da indústria é universal. Após queda muito profunda no 2º trimestre de 2020, a retomada muito rápida no 2º semestre pegou a indústria mundial com estoques baixos. Há falta de matéria-prima e as linhas comerciais estão operando no limite da sua capacidade. Há falta de contêineres.

Os dados recentes para a economia americana indicam, como vimos no início da coluna, que adicionalmente há um choque no setor de serviços, este ligado à reabertura da economia.

Esses choques devem passar. No entanto, levará algum tempo. Não será surpresa se houver novas altas da inflação ao consumidor. É possível que a inflação rode em torno de 7% em junho para, em seguida, cair novamente. Boa parte dos choques será “devolvida” até o final do ano.

Assim, após a reversão desses choques a pergunta que se fará é se o processo inflacionário adquirirá dinâmica própria. Para sabermos, é necessário empregar algum indicador que acompanhe mais de perto a condição cíclica da economia americana.

Como é conhecido, a inflação é descrita pela curva de Phillips (CP). A CP quebra a inflação em quatro componentes: inércia, expectativas, câmbio e ociosidade (ou condição cíclica).



É comum considerar que a CP deixou de funcionar. De fato, com a globalização, as condições cíclicas da economia deixaram de descrever bem o processo inflacionário. Mas há evidências de que alguns núcleos da inflação são mais associados às condições cíclicas da economia americana do que outros. Recente trabalho de Lawrence Ball e colaboradores sustenta que o núcleo da mediana (veja a figura) é o melhor indicador da inflação.<sup>14</sup>

Assim, passados os choques, o tema será acompanhar o comportamento do núcleo da mediana. Sairá do controle?

O risco é os choques serem tão fortes e tão extensos no tempo que, mesmo sem que as condições cíclicas gerem aceleração da inflação, tenhamos um processo inflacionário produzido pela deterioração das expectativas. Nesse caso, o banco central americano, o Federal Reserve, terá que iniciar um ciclo de elevação dos juros mesmo com mercado de trabalho com alguma folga, como teve que fazer o nosso Banco Central.

<sup>14</sup>“US inflation: Set for take-off?”, Laurence Ball, Gita Gopinath, Daniel Leigh, Prachi Mishra, Antonio Spilimbergo, 07 May 2021, <https://voxeu.org/article/us-inflation-set-take>.

## Em foco IBRE

### O que esperar da China no que resta de 2021

Lívio Ribeiro

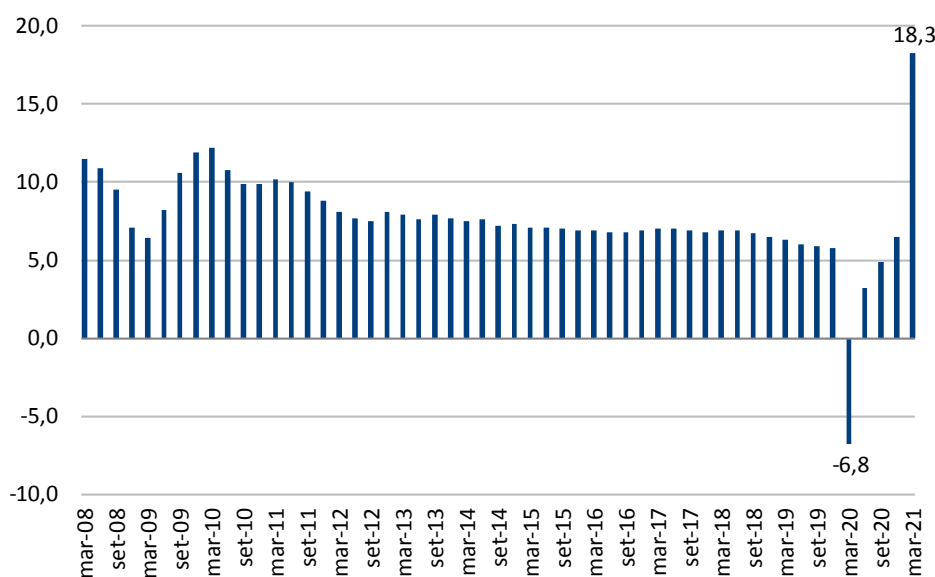
Na seção em Foco do Boletim Macro de jan/21, destacamos nossa expectativa de *decoupling* da economia chinesa no biênio 2020/2021. Após o crescimento de 2,3% registrado no ano passado – dentre as economias relevantes, a única com expansão do PIB –, esperávamos que a China emergisse do choque da Covid-19 relativamente mais forte, com ainda mais importância no crescimento global e impondo a sua agenda estratégica de projeção de poder – econômico, financeiro e geopolítico.

No cenário central, nossa projeção era de crescimento de aproximadamente 9,0% em 2021, número superior à mediana das expectativas de mercado e que refletia tanto o efeito-base favorável do ano passado como os efeitos defasados das políticas de estímulo que foram implementadas durante 2020. Para tanto, seria necessário que o crescimento do início de 2021 fosse não menos do que espetacular; taxas de crescimento interanuais históricas, que reforçariam o carregamento estatístico de 2021 e puxariam a média de crescimento do ano para a nossa projeção.

Em linha com nossa expectativa, o PIB cresceu 18,3% AsA no 1º trimestre de 2021, a taxa interanual mais elevada desde que os números trimestrais começaram a ser oficialmente divulgados (em 1992). Como se pode observar no gráfico abaixo, a base comparativa certamente foi relevante – no 1º trimestre de 2020, registramos uma queda histórica de -6,8% – mas houve inequívoca aceleração do crescimento neste início de 2021: a expansão registrada supera, por muito, a queda do início do ano passado.

**Gráfico 15: Crescimento do PIB**

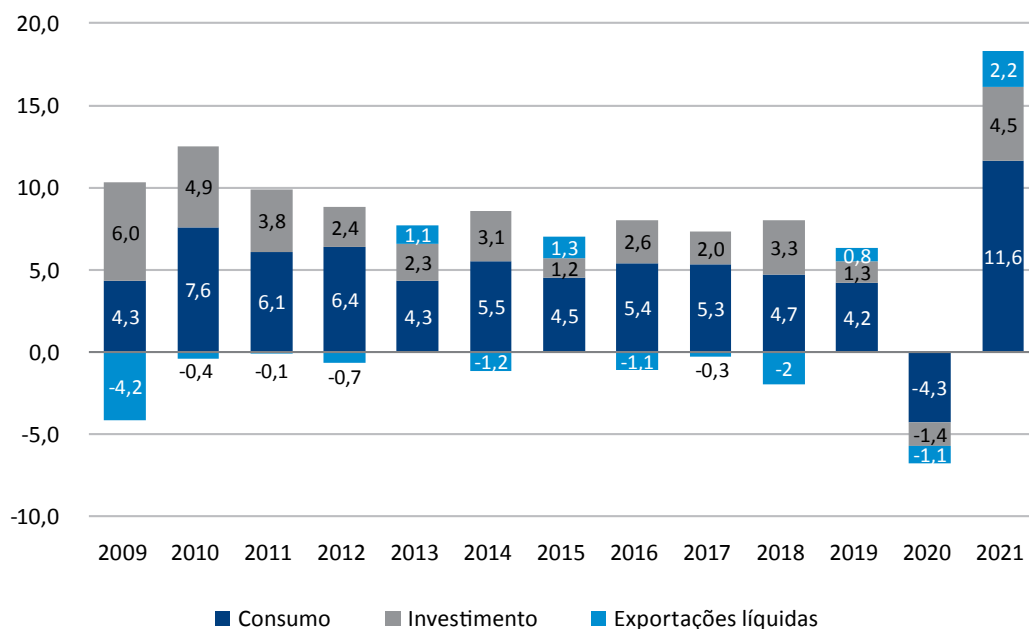
(trimestre, % interanual)



Fonte: NBS.

Pela ótica da demanda, o resultado foi marcado por grande influência do consumo, ainda que não seja possível separar as componentes pública e privada; investimentos e o setor externo também contribuíram positivamente para o resultado. O gráfico abaixo compara as contribuições, pela ótica da demanda, para o crescimento do PIB interanual no 1º trimestre de cada ano desde 2009.

**Gráfico 16: Contribuição das componentes da demanda para o PIB do 1º trimestre (p.p)**

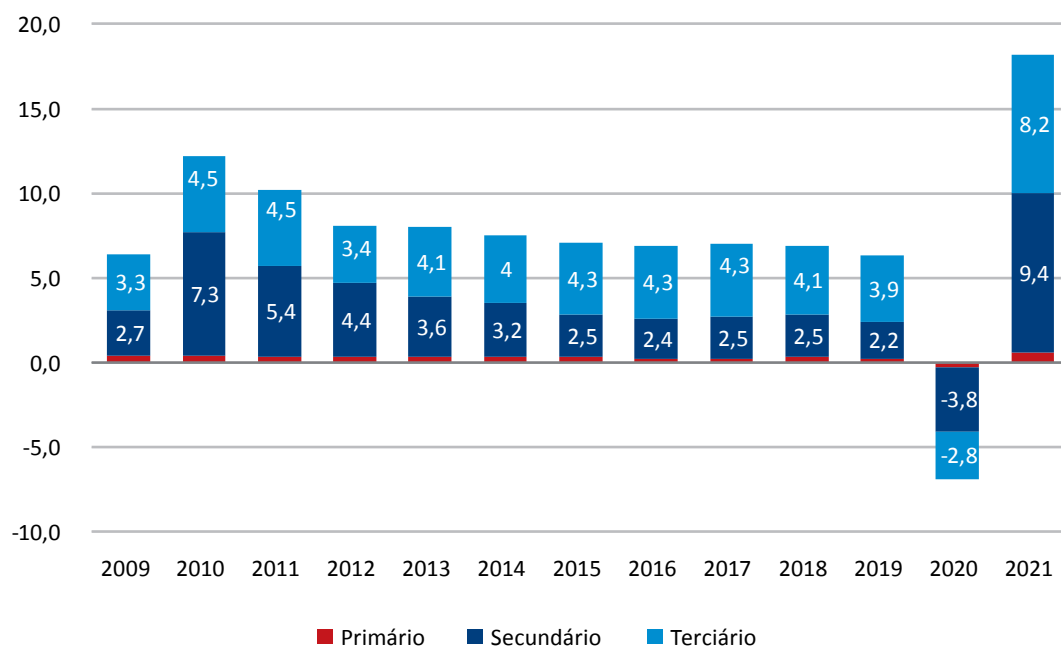


Fonte: NBS.

Uma leitura preliminar desse resultado sugeriria que, depois do choque observado no ano passado, a economia chinesa já teria voltado ao seu processo de transformação estrutural, com o vetor do crescimento migrando de investimento/setor externo (o que chamamos de “Velha China”) para o consumo (o que chamamos de “Nova China”). Em termos proporcionais, a Nova China contribuiu com 63% do crescimento observado no 1º trimestre deste ano, comparável aos valores registrados no 1º trimestre de 2020 (na direção de contração, evidentemente) e somente um pouco abaixo das contribuições registradas em 2019 (66%) e 2018 (68%).

A análise do crescimento pela ótica da oferta conta uma história levemente diferente – e bem menos positiva para a hipótese de retomada da transição estrutural chinesa. Houve sim importante contribuição dos serviços ao crescimento (o “espelho” do consumo na ótica da oferta), mas a contribuição da indústria foi superior (gráfico 17). A “Velha China” foi o principal motor do crescimento neste início de 2021, com contribuição proporcional dos serviços ao crescimento de somente 45% – maior do que a observada no início de 2020 (41%), mas muito inferior à registrada no 1º trimestre de cada ano entre 2015 e 2019, quando da aceleração da transição do crescimento na direção dos serviços (na média, 61%).

Gráfico 17: Contribuição das componentes da oferta para o PIB do 1º trimestre (p.p)



Fonte: NBS.

Há três detalhes adicionais que merecem comentários específicos. Em primeiro lugar, a maior parte da contribuição da indústria ocorreu na indústria de transformação, puxada por uma recuperação da demanda – interna e externa. O fantástico crescimento no 1º trimestre do ano teve uma participação da construção civil muito menos intensa do que o senso comum sugere<sup>15</sup>: a retomada das obras de infraestrutura e edificações foi importante no imediato pós-Covid, mas já há evidentes sinais de moderação nesse segmento desde o 2º semestre do ano passado.

Em segundo lugar, e como já sugerido pelos comentários sobre a contribuição do setor terciário, há dificuldades na retomada do setor de serviços. Dentre suas componentes, não houve crise nos subsetores de “Tecnologia da Informação e Comunicação” e “Serviços financeiros”, cujos níveis atuais já ultrapassam, com folga, o pré-Covid. O mesmo não se aplica para “Comércio” e “Acomodação e alimentação”, com desempenho particularmente fraco na virada do ano. Há um debate relevante sobre mudanças (ao menos) persistentes na cesta de consumo das famílias chinesas, o que implicaria em recuperação mais lenta de certos serviços.

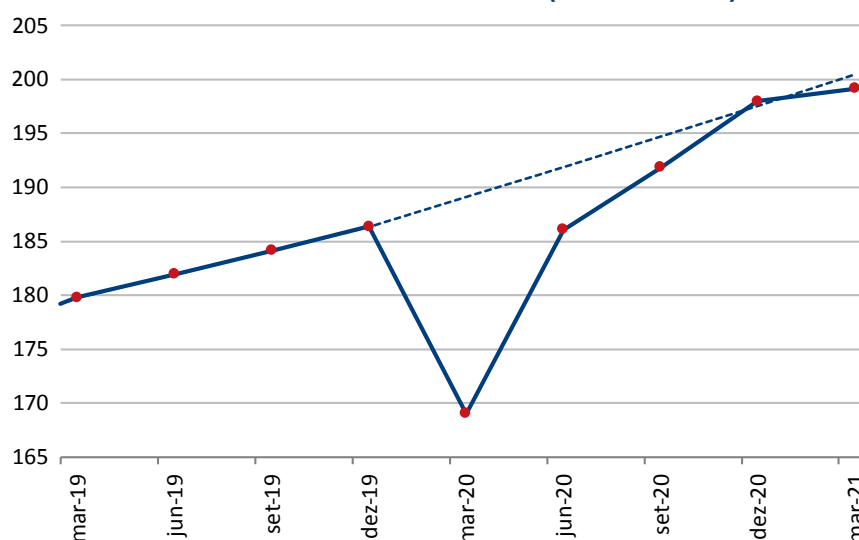
Em paralelo, e ao contrário do Ocidente, devemos lembrar que China priorizou transferências às empresas e não às famílias, com as últimas precisando utilizar suas economias para atravessar o período mais restritivo da pandemia. Nesse sentido, é provável que enfrentemos um período de “sobre poupança” – para recompor o nível prudencial pré-Covid – e, portanto, uma cunha no consumo de bens e serviços durante 2021.

Por fim, é necessário destacar que o crescimento do 1º trimestre foi, na margem, bastante fraco: uma expansão de somente +0,6% sobre o trimestre anterior, na série livre de influências sazonais. Tal resultado incorpora uma revisão dos parâmetros sazonais do PIB chinês, com revisão do 2º semestre de 2020 para cima, e, mais importante, mostra que **a economia chinesa, após aceleração exuberante a partir de meados do ano passado, deu os primeiros sinais de exaustão do crescimento na virada do ano** (gráfico 18).

<sup>15</sup>A construção civil contribuiu com somente 14% do crescimento do setor secundário no 1º trimestre do ano.



**Gráfico 18: PIB dessazonalizado (dez/2010=100)**



Fonte: NBS.

A análise qualitativa dos resultados do 1º trimestre sugere que o fantástico crescimento observado deve ser interpretado com cautela: enorme importância do efeito-base favorável, certo desequilíbrio setorial, dificuldades na retomada dos serviços e fraca expansão na margem.

Nesse sentido, **parece-nos bastante improvável que o governo retire, por completo, os estímulos à economia, ainda que exista uma sintonia fina em curso**: políticas monetária e fiscal mais neutras neste ano – em especial a primeira –, mantendo impulsos direcionados aos setores mais necessitados (notadamente nos serviços) e reduzindo os aportes aos setores tradicionais, que representaram o grosso da retomada observada desde o choque da Covid.

Nosso entendimento parte da hipótese, que julgamos perfeitamente alinhada aos comentários mais recentes do governo, de que a transição do modelo econômico será retomada, priorizando o crescimento relativo do consumo interno e dos serviços. Em paralelo, a agenda prudencial volta a ganhar destaque, lidando com os excessos cometidos (no passado mais remoto e, eventualmente, no próprio combate à Covid) e evitando o florescimento de riscos sistêmicos.

Olhando adiante, nossas projeções mais recentes são de expansão de +8,2% interanual no 2º trimestre, com o crescimento de 2021 atingindo +9,1%<sup>16</sup> – ambas são mais elevadas do que a mediana das expectativas de mercado, respectivamente em 7,9% interanual (2º trimestre) e 8,5% (2021). Há, no entanto, duas dinâmicas muito distintas no decorrer do ano; o primeiro semestre será bastante forte, com taxa de expansão média pouco superior a 13% interanual, mas o segundo semestre terá crescimento interanual médio de “somente” 5,5%, mais normal para os padrões chineses. **A sensação térmica da economia chinesa será menor na segunda metade de 2021.**

Ainda que nossas projeções centrais sejam mais elevadas que as do mercado, reconhecemos que **o balanço de riscos tem ficado mais assimétrico nos últimos meses**. Há uma série de questões que podem levar a um crescimento maior do que esperamos neste ano, mas entendemos que, hoje, elas são eclipsadas por riscos negativos crescentes.

<sup>16</sup>O carregamento estatístico de 2020 é de 6,3p.p. para o crescimento médio de 2021.

Do lado positivo, destacamos três assimetrias para a nossa projeção central. Em primeiro lugar, **a gestão sanitária da pandemia se destaca positivamente na China**, mesmo em comparação a outros países asiáticos relevantes como Japão e Coreia do Sul. O número de casos<sup>17</sup> é menor e a vacinação acelera de forma relevante nos últimos meses<sup>18</sup>. Em termos absolutos, a China é o país que mais vacinou no mundo, com a aplicação de 422 milhões de doses; em termos relativos, a China lidera a vacinação nos BRICS com 29,3 doses/100 habitantes<sup>19</sup>. A normalização sanitária na China se aproxima a uma velocidade crescente, o que pode ajudar no desempenho da economia durante os próximos trimestres.

Em segundo lugar, **o ambiente internacional continua sendo positivo para a China**. Ao menos pontualmente, as comunicações *dovish* do banco central americano (FED) e do banco central europeu (ECB) conseguiram conter a escalada dos juros longos globais, mantendo condições financeiras estimulativas no mundo desenvolvido – e, por tabela e em alguma medida, também no mundo emergente.

Mais importante ainda, a forte expansão fiscal americana traz, neste ano, efeitos positivos para outras economias que sejam fortemente interligadas aos EUA (o caso mais emblemático é o México) ou grandes fornecedores de bens e serviços consumidos pelos cidadãos americanos. Ainda que a relação entre as duas potências tenha sido abalada pelo contencioso comercial dos últimos anos e pela crescente contraposição geopolítica, um maior crescimento nos EUA é, ao menos no curto prazo, boa notícia para a China<sup>20</sup>.

Por fim, é forçoso reconhecer que **a China continua mantendo graus de liberdade para atuação contracíclica**. Do lado monetário, a inflação ao consumidor continua contida, com composição benigna e, mesmo que se espere elevação no decorrer do ano, não há indicações de que a meta inflacionária de 3,0% para 2021 esteja sob risco<sup>21</sup>.

Do lado fiscal, a execução orçamentária indica déficit próximo a 5,5% do PIB, superior à meta traçada pelo governo para 2021 (déficit de 3,2% do PIB) mas facilmente manejável em uma economia com elevado nível de poupança e baixo custo implícito da dívida. Questões prudenciais limitam uma forte expansão estrutural dos gastos ou um recorrente vazamento de despesas para instrumentos parafiscais, mas há espaço para a eventual acomodação de um choque no curto prazo, caso necessário. É difícil imaginar um cenário no qual, sob dificuldades, o governo chinês seja forçado a permanecer inerte.

Discutidas as assimetrias positivas, passemos às negativas. Destacamos, nesse momento, cinco temas que podem levar a um crescimento mais baixo no decorrer de 2021. Alguns deles já são fatos, e o debate passa a ser sobre a sua intensidade e capacidade de “roubar” crescimento do ano. Outros são riscos crescentes, derivados de sinalizações do governo e problemas – especialmente no mercado financeiro – que têm ocorrido no passado recente.

Em primeiro lugar, já parece claro que **houve uma redução do ímpeto da economia** na transição entre o 1º trimestre e o 2º trimestre de 2021. É importante reconhecer que o efeito-base particularmente favorável dificulta a análise, com elevadas taxas de crescimento interanual que não querem dizer, necessariamente, pujança da economia. Da mesma forma, é difícil, para os analistas, manter a qualidade de suas projeções frente a choques

<sup>17</sup>91-DIVOC, com referência no dia 17/05/2021. Disponível em: <http://91-divoc.com/pages/covid-visualization/>

<sup>18</sup>Our World in Data, com referência no dia 17/05/2021. Disponível em: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>

<sup>19</sup>Em meados de maio, o Brasil tinha aplicado 25,2 doses/100 habitantes. A liderança chinesa entre os BRICS é fenômeno recente, ocorrendo a partir da primeira semana de maio.

<sup>20</sup>Estudo da empresa *Aberdeen Standard Investments* sugere que o choque fiscal americano pode levar a um aumento de pouco mais de 0,5p.p. no crescimento chinês de 2021, com exportações tendo potencial de subir até 4,0p.p. frente ao cenário alternativo.

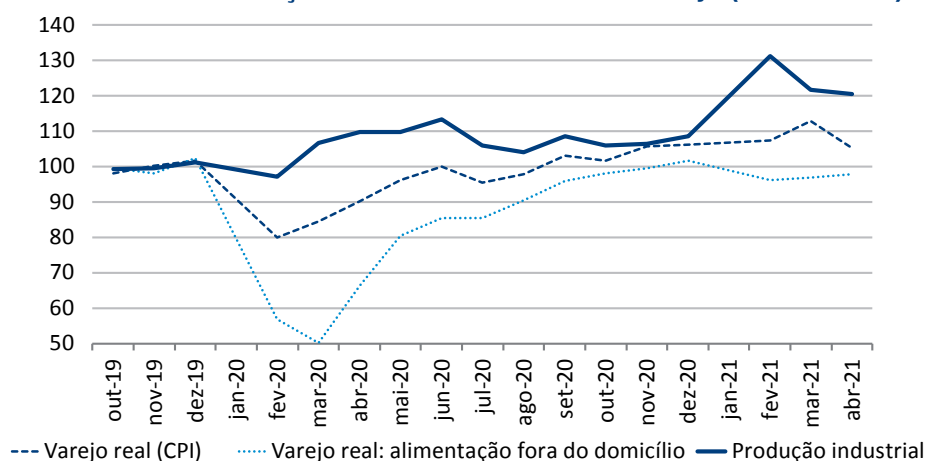
<sup>21</sup>Por uma questão de efeito-base, é possível que a inflação supere 3,0% em 12 meses em algum momento a partir de meados do ano. Há, no entanto, dinâmica bastante benigna tanto em alimentos como em serviços, sugerindo, neste momento, poucas pressões estruturais sobre os preços.

tão pronunciados. Logo, é prudente relativizar os desvios que vêm sendo observados entre as divulgações e as projeções de mercado.

Em dito isso, a bateria de dados de alta frequência do último bimestre (março e abril) surpreendeu negativamente, com taxas de crescimento interanual invariavelmente mais baixas do que o esperado. Isso foi particularmente claro nos indicadores de crédito (amplo e bancário), da indústria (qualitativos e quantitativos) e nos investimentos em ativos fixos. Chamou a atenção, também, a frustração com o crescimento das vendas no varejo em abril, além de uma importante contração interanual na construção de novos imóveis (estatística para a qual não há projeção mediana de mercado)<sup>22</sup>.

O argumento da redução do ímpeto da economia fica mais claro se construirmos variáveis em nível, tomando por base o último trimestre de 2019 (ou seja, o imediato pré-Covid na China). Em termos da produção industrial e do varejo, é possível observar uma clara aceleração relativa da indústria na virada do ano – ainda que tenha ocorrido moderação ao final do 1º trimestre, ela se encontra 20p.p. acima do pré-Covid. O mesmo não se pode dizer do varejo, com retomada lenta e diminuição do ímpeto na margem. Isso é ainda mais grave no subsetor de alimentação fora do domicílio, que até agora não retomou o seu nível pré-Covid (gráfico 19).

**Gráfico 19: Produção industrial vs. vendas no varejo (2019.T4=100)**



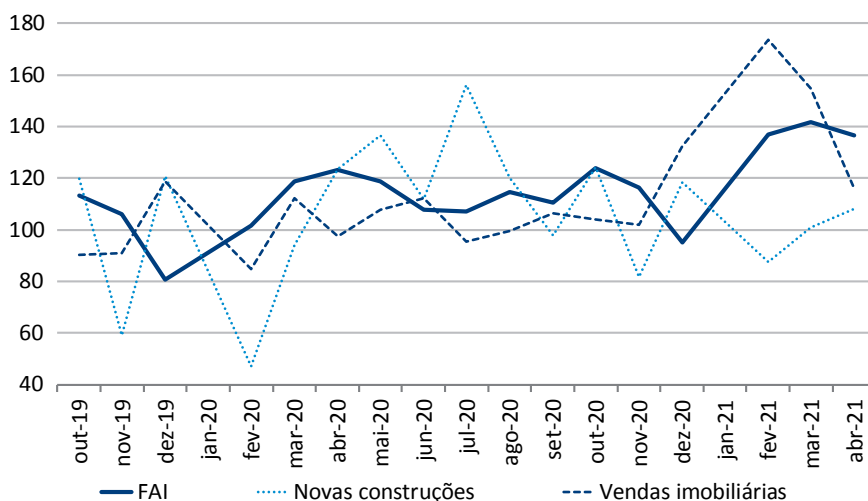
Fonte: NBS.

**Em específico, preocupa-nos o comportamento dos indicadores de mercado imobiliário e construção civil.** É forçoso reconhecer que as séries são muito mais voláteis do que as construídas para indústria e varejo, de forma que os resultados devem ser interpretados com parcimônia. Em dito isso, novas construções e vendas imobiliárias encontram-se somente pouco acima do nível pré-Covid, com tendência à desaceleração na margem (especialmente nas vendas), e os investimentos em ativos fixos dão sinais de moderação no crescimento depois da forte aceleração do início de 2021<sup>23</sup> (gráfico 20).

<sup>22</sup>Os principais resultados observados para abril foram os seguintes: (i) produção industrial: +9,8 AsA (expectativa: +10,0%); (ii) varejo nominal: +17,7% AsA (expectativa: +25,0%); (iii) FAI: 10,9% AsA (em linha); (iv) concessão de crédito amplo: RMB 1850bi (expectativa: RMB 2290bi); (v) concessão de crédito bancário: RMB 1470bi (expectativa: RMB 1600bi); (vi) NBS PMI manufaturas: 51,3 (expectativa: 51,6); (vi) NBS PMI serviços: 52,4 (expectativa: 55,0).

<sup>23</sup>É importante lembrar que as séries de investimentos em ativos fixos são valores brutos da produção, ou seja, podem estar sendo afetadas pelo aumento dos custos do consumo intermediário (insumos) necessário à produção dos bens finais de investimento.

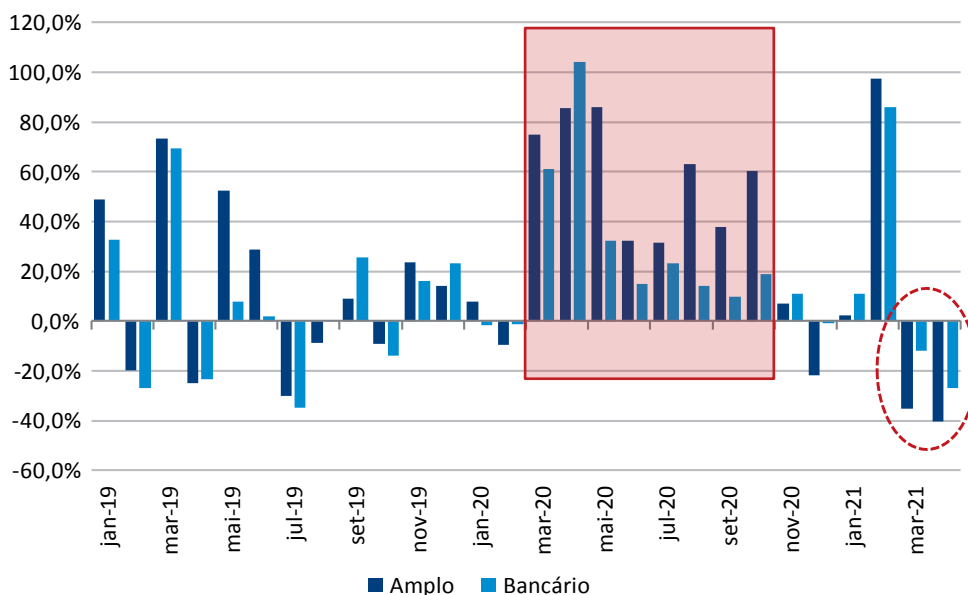
Gráfico 20: Investimentos e indicadores imobiliários (2019.T4=100)



Fonte: NBS.

Em segundo lugar, **o comportamento do mercado de crédito inspira cuidados**. Grande parte do estímulo implementado em 2020 veio através do aumento das concessões destinadas às corporações, seja no crédito bancário ou no crédito amplo (que inclui o *shadow banking*). As taxas de expansão interanual foram gigantescas entre mar/20 e out/20, chegando à faixa 80%-100% AsA durante o 2º trimestre. É altamente improvável que se consiga mitigar os efeitos dessa base tão desfavorável, o que deve implicar em relevante contração das concessões até o 4º trimestre deste ano. De fato, já é o que se começa a observar nos resultados divulgados para março e abril de 2021 (gráfico 21).

Gráfico 21: Concessão de crédito amplo vs. crédito bancário (AsA)



Fonte: PBoC.

Para além do debate das concessões, há sinais cada vez mais claros de desaceleração no estoque de crédito da economia. Isso é particularmente evidente no segmento *shadow*, com crescimento do estoque de somente +2,6% AsA em abr/21 – o mais baixo desde o início de 2019. Ainda que o estoque de crédito amplo mantenha uma taxa de crescimento mais robusta (+11,7% AsA em abr/21), os sinais são de importante desaceleração adiante: haverá debate sobre um “precipício de crédito” nos próximos meses.

A terceira assimetria negativa tem íntima relação com os impulsos anticíclicos realizados no ano passado e com eventuais efeitos colaterais resultantes: **a agenda regulatória e prudencial volta a ganhar a atenção do governo**. Há renovada atenção aos desequilíbrios estruturais, que poderiam levar a realizações desfavoráveis e atrapalhar o planejamento estratégico de médio prazo. Nisso se enquadra nova rodada de preocupação com o endividamento – com crescente atenção ao comportamento das dívidas familiares, o que ganha mais atenção a partir de 2019<sup>24</sup> – e ajustes regulatórios no mercado financeiro – sendo o recente evento da Huarong Ltd uma amarga lembrança dos riscos que existem no mercado corporativo chinês<sup>25</sup>. Como novidade, também emerge preocupação com a posição credora chinesa no mercado internacional, principalmente nos empréstimos externos concedidos dentro do arcabouço da Iniciativa Cinturão e Rota (*One Belt, One Road*)<sup>26</sup>.

Em paralelo, desde o início deste ano, e em específico após a Plenária do Congresso Nacional do Povo (mar/21), têm emergido uma série de comentários, manifestações e textos para discussão de órgãos ligados ao governo que expressam preocupação com a formação de bolhas nos mercados de ativos. Isso nos leva à quarta assimetria negativa para o crescimento de 2021: **avança a agenda de contenção dos preços imobiliários**, o que tem potencial para desacelerar o crescimento da construção civil (e do PIB) no decorrer do ano e piorar a posição patrimonial das empresas do setor.

No caso dos preços imobiliários, o governo tem demonstrado clara preocupação com o avanço dos preços de terras e imóveis desde, pelo menos, meados do ano passado. Para conter a demanda das incorporadoras nos leilões de terras, foram estabelecidas, no início do 4º trimestre de 2020, novas regras que limitam a capacidade de endividamento dessas empresas. Em termos práticos, grandes players como o *China Evergrande Group*, a *Greenland*, a *Sunac China* e a *China Vanke* tiveram sua capacidade de contratação de empréstimos, e, portanto, de atuação como demandantes de terras, seriamente restringida.

Já no caso dos preços residenciais, novos requisitos de crédito foram aprovados pelo PBoC e pelo regulador bancário (*China Banking and Insurance Regulatory Commission*, CBIRC) no início de 2021, limitando a possibilidade de concessão de hipotecas e outros tipos de crédito imobiliário. Ao menos por enquanto, os efeitos sobre preços são parcos, mantendo a aceleração dos preços de terras e imóveis (especialmente aqueles voltados ao segmento residencial) e disseminado crescimento dos preços de imóveis residenciais nas 70 maiores cidades chinesas (gráfico 22).

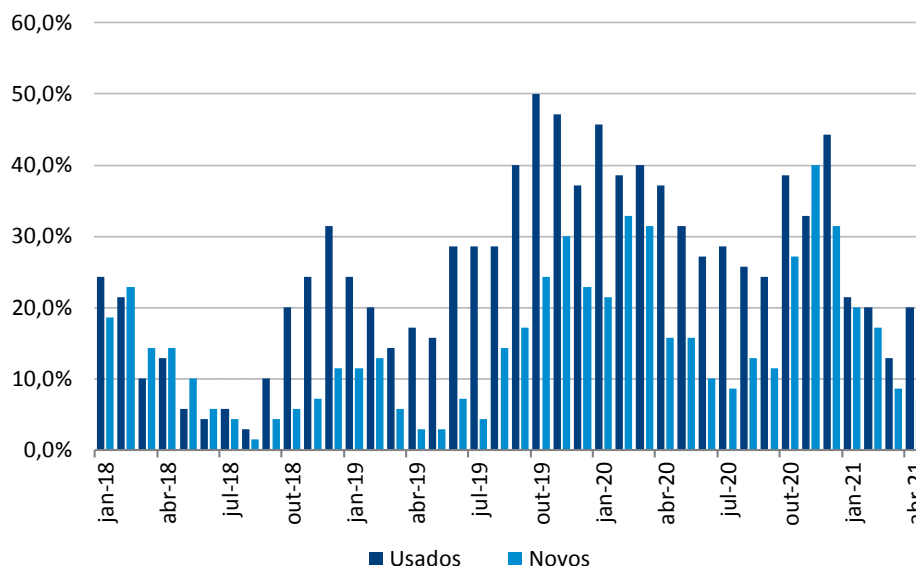
<sup>24</sup>O endividamento das famílias (% do PIB) dobra de tamanho entre 2014 e 2020, aproximando-se de 50% do PIB. Segundo nossas estimativas, o endividamento total bruto da economia chinesa se encontrava em aproximadamente 320% do PIB ao final do ano passado.

<sup>25</sup>A Huarong Ltd é um conglomerado financeiro que tem sua origem em uma gestora de ativos podres (*bad bank*) criada, em meados dos anos 90, para limpar os balanços do *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), que tem como principal acionista o Ministério das Finanças. Anos de má gestão e práticas contábeis escusas enfraqueceram a posição patrimonial da empresa, culminando na prisão de seu ex-CEO. No final do 1º trimestre de 2021, o conglomerado falhou em apresentar os balanços relativos a 2020, com *guidance* de queda de 92% da receita líquida no 1º trimestre do ano passado. Isso levou a uma forte queda do valor de face dos seus títulos e criou grandes dúvidas sobre *default* de títulos no curto prazo (a dívida, até 2022, alcança aproximadamente US\$ 17bi). Estruturaram-se um aporte do governo e saneamento dos balanços da Huarong Ltd, reconhecendo sua importância sistêmica e o fato de o Governo Central ser o acionista majoritário da empresa.

<sup>26</sup>Artigo de Horn, Reinhart e Trebesch (China's Overseas Lending, NBER 26050, mai/20) lança luz no debate da posição credora chinesa no mercado internacional, destacando que grande parte dos empréstimos concedidos dentro da Iniciativa Cinturão e Rota possuem regulação falha e não são lançados em bases internacionais de endividamento multilateral. Tem aumentado o debate sobre a solidez da posição credora chinesa, com inúmeros devedores incapazes de honrar compromissos.

**Gráfico 22: Preços residenciais**

(percentual de cidades com recuo mensal nos preços)



Fonte: NBS.

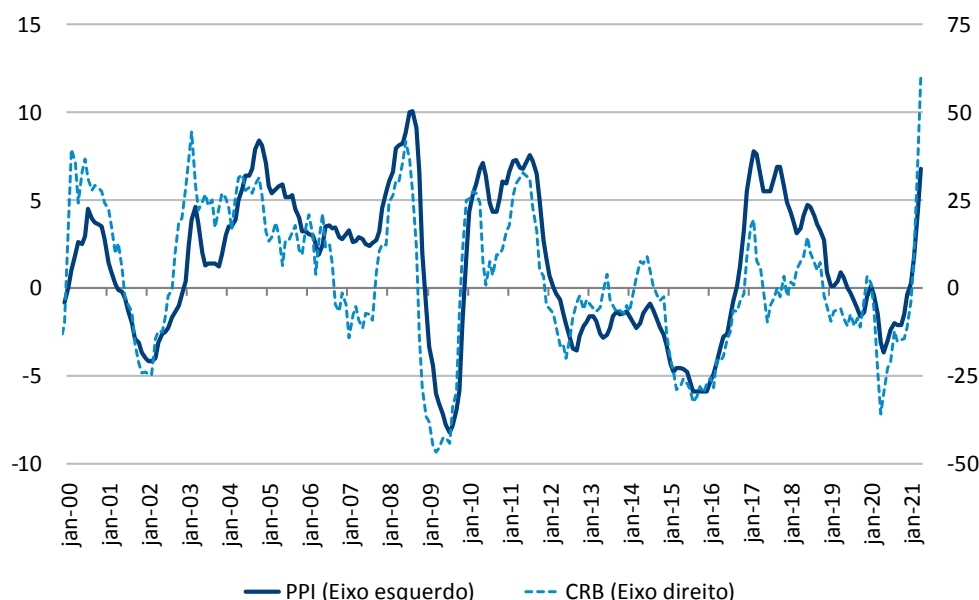
Isso nos sugere que novas medidas regulatórias serão aplicadas nos próximos meses, chegando, no limite, a restrições administrativas a transações imobiliárias. Já temos, no entanto, claros efeitos negativos no mercado imobiliário: novas construções rodam bastante abaixo das vendas, levando à redução dos estoques implícitos da indústria de construção, e multiplicam-se os *defaults* em títulos corporativos ligados ao segmento imobiliário<sup>27</sup>. **Os desequilíbrios no mercado imobiliário são evidentes, crescentes e serão combatidos.**

Por fim, o governo tem expressado **recorrente preocupação com a aceleração dos custos de produção, em específico dos preços de determinadas commodities**, e sinaliza medidas regulatórias que limitem a escalada de preços que considerem “irreais”. De acordo com matéria veiculada pela CCTV (televisão estatal chinesa) em meados maio, a China irá acelerar os ajustes nos fluxos de comércio e nos estoques estratégicos de commodities, além de aumentar a fiscalização das operações nos mercados à vista e futuro para coibir práticas especulativas.

Há evidente preocupação com a recente aceleração dos preços ao produtor, e sua intensa correlação com os preços internacionais de commodities (gráfico 23). Ao menos por enquanto, a aceleração dos preços no atacado não foi repassada aos preços ao consumidor, fato que, se acontecer, traria novas implicações negativas sobre a gestão monetária e a capacidade de oferecer suporte à retomada pós-Covid. Cabe notar, por fim, que os preços internacionais de determinadas commodities não são “tomados a mercado” pela China: **mudanças na relação entre demanda e oferta chinesas de bens como minério de ferro, aço, cobre, ração animal, carvão e proteína suína têm a capacidade de afetar a formação global de seus preços, com impactos muito além das fronteiras chinesas.**

<sup>27</sup>No 1º trimestre de 2021, 27% dos defaults em títulos corporativos aconteceram no segmento imobiliário, um recorde histórico.

**Gráfico 23: Preços ao produtor vs. preços de commodities (AsA)**



Fonte: NBS e Bloomberg.

Em conclusão, o desempenho da economia chinesa foi espetacular no 1º trimestre de 2021, mas, daqui em diante, o cenário tende a ser mais restritivo. Chamou a nossa atenção que a expansão na margem tenha sido tão fraca, sinalizando que o ímpeto da economia já começou a se reduzir no início de 2021. Há sinais de moderação cada vez mais consistentes nos dados de alta frequência, com dificuldades de retomada nos setores de varejo e serviços e indicação de que a normalização do crescimento chinês, entendida como uma retomada do processo de transição estrutural do crescimento, ainda é um processo incompleto.

Destaca-se, também, que o balanço de riscos ficou mais negativo no curto prazo, com assimetrias negativas (diminuição do ímpeto da economia, mercado de crédito, agenda prudencial, contenção dos preços imobiliários e crescimento dos custos de produção) se sobrepondo às assimetrias positivas (boa gestão sanitária da pandemia, cenário externo construtivo e manutenção de graus de liberdade para atuação contracíclica).

O cenário exigirá um ajuste fino das políticas governamentais, sendo recheado de desafios no decorrer do ano. Mesmo assim, tendo em vista a base comparativa favorável e os efeitos defasados das políticas de estímulo implementadas no ano passado, continuamos tendo um cenário central no qual a economia chinesa cresce 9,1% em 2021, acima da projeção mediana de mercado – em escala global, o biênio 2020/2021 continua sendo de importante fortalecimento relativo da economia chinesa.



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 20 de maio 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>