

CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 27, NÚMERO 4

OUT./DEZ. 2020

RECUPERAÇÃO PARCIAL DO
FINAL DE 2020 NÃO AFASTA
GRANDE INCERTEZA PARA 2021

VOLUME 27, NÚMERO 4
OUT./DEZ. 2020

ALESSANDRO DONADIO MIEBACH (DERI – UFRGS)
CARLOS HENRIQUE VASCONCELLOS HORN (DERI- UFRGS)
FLÁVIO BENEVETT FLIGENSPAN (DERI – UFRGS – COORDENADOR)
MARCELO SAVINO PORTUGAL (DERI – UFRGS)
MAURICIO ANDRADE WEISS (DERI – UFRGS)
RÓBER ITURRIET AVILA (DERI – UFRGS)
SÉRGIO MARLEY MODESTO MONTEIRO (DERI – UFRGS)
ANELISE MANGANELLI (DIEESE – RS)
CECÍLIA RUTKOSKI HOFF (SEPLAG – RS)
CLARISSA BLACK (SEPLAG – RS)
DENILSON ALENCASTRO (GERAL INVESTIMENTOS)
EVERSON VIEIRA DOS SANTOS (IEPE – UFRGS)
HENRIQUE DE ABREU GRAZZIOTIN (UFRGS)
MARTINHO ROBERTO LAZZARI (SEPLAG – RS)
VIRGINIA ROLLA DONOSO (UFRGS)

Capa: Vinicius da R. da Silva | Núcleo de Publicações/FCE
Fotografia: Pexels | Pixabay



Sumário

1 ECONOMIA MUNDIAL: as consequências econômicas da Covid-19	4
Sérgio Monteiro	
2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: o problema não está aqui	6
Mauricio Andrade Weiss	
3 POLÍTICA FISCAL: é possível combater uma segunda onda em 2021 e vacinar a população sem manter a flexibilização atual das regras fiscais?	17
Henrique de Abreu Grazziotin	
4 INFLAÇÃO: estourando o teto na metade de 2021	33
Marcelo Portugal	
5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: a pandemia e a redução do déficit em transações correntes	35
Alessandro Donadio Miebach	
Clarissa Black	
6 NÍVEL DE ATIVIDADE: recuperação parcial e muita incerteza pela frente.....	42
Flávio Benevett Fligenspan	
7 EMPREGO E SALÁRIOS: o mercado de trabalho ainda muito longe da recuperação.....	50
Anelise Manganelli	
Carlos Henrique Vasconcellos Horn	
Virginia Rolla Donoso	
8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: “Efeito Vacina”	63
Denilson Alencastro	
9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: recuperação forte, mas ainda incompleta	70
Martinho Roberto Lazzari	
10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR – PORTO ALEGRE: alimentação pressiona a inflação ...	75
Everson Vieira dos Santos	

Este número da Carta de Conjuntura do NAPE é dedicado ao Professor Roberto Camps de Moraes, falecido no dia 11 de dezembro de 2020. O Professor Roberto foi um dos criadores do NAPE, em 1994, e durante muitos anos escreveu nesta Carta de Conjuntura e participou, ativamente, dos nossos Seminários de quarta feira.

1 ECONOMIA MUNDIAL: as consequências econômicas da Covid-19

1.1 Estados Unidos¹

O PIB americano cresceu a uma taxa anualizada de 33,1% no terceiro trimestre de 2020², o que compensa a queda de 31,4% registrada no segundo trimestre. O desempenho econômico no trimestre foi impulsionado pelo crescimento do consumo das famílias, das exportações e do investimento, tanto o residencial quanto o não-residencial. E só não foi melhor por causa da redução dos gastos do governo em todos os níveis, federal, estadual e local, e do aumento das importações.

O consumo das famílias registrou um crescimento de 40,6% no terceiro trimestre, depois de uma queda de 33,2% no segundo. Dentre os componentes do PIB, foi a maior contribuição para sua variação (25,22 pontos percentuais). Os bens de consumo registraram uma variação de 46,9%, com crescimento expressivo no setor de bens duráveis (82,9%) e alta no setor de bens não-duráveis (30,6%). O destaque no setor de bens duráveis foi o ramo de "veículos motorizados e partes", seguido de "outros bens duráveis". No setor de bens não-duráveis, a principal contribuição foi a do ramo de "vestuário e calçados". No setor de serviços o crescimento foi de 37,6%, com destaque para os "serviços de saúde".

O investimento fixo privado registrou um crescimento de 30,4%, depois de uma queda de 29,2% no trimestre anterior. Sua contribuição para a variação do PIB foi de 5,23 pontos percentuais. Houve crescimento do investimento residencial (62,3%, contra -35,6% no trimestre anterior) e do investimento não-residencial (21,8%, contra -27,2% no trimestre anterior). A variação de estoques também ofereceu uma contribuição positiva, adicionando 6,55 pontos percentuais ao crescimento do PIB no trimestre.

Os gastos do governo, considerados todos os níveis, apresentaram uma queda de 4,9% no terceiro trimestre, depois de um crescimento de 2,5% no trimestre anterior. Em nível federal houve a redução de 6,2% dos gastos (depois do crescimento por 11 trimestres consecutivos). Houve queda dos gastos não relacionados com a defesa (18,1%) e aumento dos gastos de defesa (3,1%). Os gastos dos estados e dos governos locais caíram 4,0% no trimestre, registrando-se queda tanto dos gastos de consumo quanto dos de investimento. No total, os gastos do governo subtraíram 0,76 ponto percentual da variação do PIB.

¹ A fonte dos dados nesta seção, quando não for indicada outra, é o *Bureau of Economic Analysis* para os dados sobre o PIB e os seus componentes e o *Bureau of Labor Statistics* para os dados sobre o mercado de trabalho e sobre a inflação.

² De acordo com a segunda estimativa do *Bureau of Economic Analysis*.

As exportações líquidas contribuíram negativamente para o crescimento do PIB no trimestre. As exportações cresceram 60,5% (contra uma queda de 64,4% no segundo trimestre), impulsionadas pelas exportações de bens, com crescimento de 104,6%. A exportação de serviços cresceu apenas 0,8%. As importações registraram forte crescimento no trimestre (93,1%, contra 54,1% no trimestre anterior). A maior contribuição para esse crescimento veio das importações de bens (110%), mas houve crescimento também das importações de serviços (25,9%). Considerando-se as exportações líquidas, o setor externo reduziu a variação do PIB em 3,18 pontos percentuais.

A taxa de desemprego manteve a trajetória de queda que vem apresentando desde maio, chegando a 6,7% em novembro. A taxa de inflação nesse mesmo mês, medida pelo índice de preços ao consumidor (CPI-U), foi de 0,2% (com ajuste sazonal), fechando o período de doze meses com crescimento de 1,2% (sem ajuste sazonal).

A revista *The Economist*³, em sua edição de 14.10.2020, avaliou o desempenho do governo Trump na condução da economia. Em termos de crescimento do PIB, o crescimento médio anual de aproximadamente 2,5% (período 2017 a 2019) esteve acima do apresentado nas duas gestões do Governo Obama, e também acima do que era esperado nas projeções do FMI para o período. A redução de tributação das empresas contribuiu para o desempenho do mercado de ações e para a atração de investimento estrangeiro, mas não teve o efeito esperado sobre o investimento interno. A taxa de desemprego caiu ao nível mais baixo desde a década de 1960 e a renda das famílias da classe trabalhadora cresceu no período, o que ajuda a explicar a expressiva votação de Trump, apesar de derrotado, na eleição desse ano. De um modo geral, a economia foi bem, mas o custo fiscal das políticas adotadas e dos pacotes durante a pandemia só poderá ser avaliado no futuro.

1.2 Zona do Euro⁴

Na Zona do Euro, o crescimento do PIB foi de 12,5% no terceiro trimestre, na comparação com o trimestre anterior. Esse resultado contrabalança, com alguma vantagem, a queda de 11,7% registrada no segundo trimestre. Na comparação com o terceiro trimestre de 2019, houve uma queda do PIB de 4,2%. As principais contribuições para o expressivo crescimento no terceiro

³ Aproveito aqui para prestar minha homenagem ao meu querido mestre Roberto Camps de Moraes, que nos deixou há poucos dias, e que tanta falta fará para o mundo acadêmico e para os que tiveram o privilégio de conviver com ele fora da universidade. Foi em uma aula de macroeconomia, no distante ano de 1992, que o Roberto recomendou a nós, iniciantes no programa de mestrado, a leitura da revista *The Economist*, o que venho fazendo regularmente desde então. Também tive a honra, ainda como aluno, de estar em sua companhia nas reuniões de criação do NAPE. Expresso de forma singela minha gratidão por seus ensinamentos e pelo exemplo que nos deu como professor.

⁴ A fonte dos dados apresentados nesta seção é o escritório de estatísticas da União Europeia, *Eurostat*.

trimestre foram do consumo das famílias e do investimento, seguidas das exportações líquidas e dos gastos do governo. Os países com maior crescimento no terceiro trimestre foram França (18,7%), Espanha (16,7%) e Itália (15,9%). Cabe registrar que todos os países da Zona do Euro registraram crescimento nesse trimestre. As menores taxas foram as da Grécia (2,3%), da Estônia (3,3%) e da Lituânia (3,8%).

A taxa de desemprego em outubro foi de 8,4%, ligeiramente abaixo da registrada no mês anterior, e um ponto percentual acima da taxa de outubro de 2019. As menores taxas foram registradas em Malta (3,9%), nos Países Baixos (4,3%) e na Alemanha (4,5%). As maiores taxas foram as da Grécia⁵ (16,8%), da Espanha (16,2%) e do Chipre (10,5%). A taxa de inflação anual em novembro, medida pelo índice de preços ao consumidor apresentou variação negativa de 0,3%, a mesma do mês anterior.

O estímulo econômico na Zona do Euro em resposta à pandemia do coronavírus tem se mostrado mais efetivo do que o adotado após a crise financeira de 2008. Até a Alemanha assumiu uma atitude menos restritiva com relação aos estímulos fiscais. A Comissão Europeia obteve um acordo entre os países para a adoção de um pacote de medidas da ordem de 1,8 trilhão de euros, incluindo 1,074 trilhão alocado no orçamento no período de 2021 a 2027 e 750 bilhões em um fundo temporário de recuperação. Como não há até agora sinais de elevação da inflação, o Banco Central Europeu deve manter no futuro as compras de títulos públicos e privados, as quais devem chegar a 1,6 trilhão de euros em 2020 (aproximadamente 14% do PIB de 2019).

Sérgio Monteiro

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: o problema não está aqui

2.1 Juros

As metas das taxas básicas de juros definidas pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB), após dez reuniões em sequência sem alterações, sofreram quatro cortes seguidos de 0,5 p.p., nas reuniões que aconteceram entre os dias 30 e 31 de julho (224^a), 17 e 18 de setembro (225^a), 29 e 30 outubro (226^a), 10 e 11 de dezembro (227^a) de 2019. Já na reunião

⁵ Este dado refere-se à taxa de agosto de 2020, a última que foi divulgada.

que ocorreu no dia 5 e 6 de fevereiro (229^a) houve uma queda mais tímida, de apenas 0,25 p.p., ficando em 4,25%. Contudo, temendo as consequências da pandemia, a reunião de 17 e 18 de março (229^a), optou por mais um corte de 0,5 p.p.

Os reflexos na economia brasileira decorrente da pandemia foram mais intensos que o esperado na reunião de março, fazendo com que na reunião de 5 e 6 de maio, o COPOM optasse por um corte de 0,75 p.p., levando a SELIC a 3% a.a. A 231^a reunião, ocorrida entre 16 e 17 de junho, manteve a perspectiva da anterior e repetiu o corte de 0,75 p.p. Com o patamar já bastante reduzido, a 232^a reunião reduziu apenas 0,25 p.p., fazendo com que a taxa atingisse pela oitava vez seguida seu recorde de mínimo histórico, que é a meta vigente de 2,00%, pois nas últimas três reuniões não houve alteração da taxa. Na última delas, a 235^a, realizada entre os dias 8 e 9 de dezembro, embora haja o reconhecimento de que a inflação veio acima do esperado, pesou para manutenção da taxa o cenário de elevada incerteza em relação à economia doméstica no futuro próximo, bem como a manutenção de estímulos monetários nos principais países desenvolvidos.

Ao se analisar a taxa Selic *overnight* em termos mensais, principal taxa juntamente com o CDI *overnight*⁶ para indicar o custo do dinheiro no curto prazo, observa-se uma tendência de queda que se iniciara ainda em 2018 e que em 2019 essa tendência é revertida nos meses abril e maio, se situando em 0,52% e 0,54%, respectivamente. Em junho, ambas as taxas retornam ao patamar de março, que era até então o menor patamar da série observada (0,47% a.m.), seguida de uma alta, indo para 0,57% em julho. A partir de agosto (0,5% a.m.), ocorrem sucessivas quedas, com exceção do mês de outubro, cujas taxas se situaram em 0,48% a.m., frente a 0,46% em setembro e 0,38% em novembro, se mantendo praticamente estável até janeiro de 2020. Em fevereiro se observou um novo recuo, indo para 0,29%, seguido de uma pequena alta de 0,02 p.p. em março. Os cinco meses seguintes apresentaram quedas sucessivas, ficando em: 0,28% (abril), 0,24% (maio), 0,21% (junho), 0,19% (julho) e 0,16% em agosto, menor patamar da série até então, o qual se repetiu em setembro e outubro. Em novembro houve uma nova pequena queda, se situando em 0,15%.

Com a alteração da TJLP para TLP, desde fevereiro de 2018, esta taxa se mantinha em um patamar superior à Selic *overnight* ao se compararem as taxas anualizadas. A partir de abril de 2019 ela passou a ficar em um patamar mais baixo, 6,26% a.a. contra 6,4% a.a. da Selic *overnight*, algo que se repetiu nos meses de maio e junho. Em julho houve uma nova queda na TLP, ficando em 5,95%,

⁶ Devido à equivalência em praticamente todos os meses no último ano, optou-se por deixar de trazer os dados do CDI *overnight*. O mesmo ocorreu em relação à TR, pois ela se encontra em zero a mais de 24 meses.

ampliando a diferença entre as taxas. Todavia, em agosto a SELIC *overnight* caiu para 5,90% após a decisão de corte de juros do Copom, passando a ser 0,05 p.p. inferior à TLP. Em setembro a TLP manteve o patamar do mês anterior e nos meses de outubro, novembro e dezembro ela ficou em 5,57%, voltando a cair em janeiro de 2020, registrando 5,09%, patamar repetido em fevereiro e março. Nos meses de abril, maio e junho, observou-se uma taxa de 4,94% e nos três meses subsequentes ficou em 4,91, menor patamar histórico da TLP. Em outubro foi observada nova queda, ficando agora em 4,55%, patamar repetido em novembro. Já a Selic *overnight* acompanhou as quedas na taxa básica, ficando em 5,71%, 5,38%, 4,9%, 4,59%, 4,40% e 4,19%, 3,95%, 3,65%, 3,01%, 2,58%, 2,15%, 1,94%, 1,90% nos meses de setembro (2019), outubro (2019), novembro (2019), dezembro (2019), janeiro (2020), fevereiro (2020), março (2020), abril (2020), maio (2020), junho (2020), julho (2020), agosto (2020) e setembro (2020), respectivamente. Nos meses de outubro e novembro a taxa anualizada se manteve estável, seguindo a estabilidade da taxa básica. Destarte, a diferença entre esta taxa e a TLP foi ampliada entre agosto e dezembro de 2019. Como o corte da TLP em janeiro de 2020 foi superior à queda da Selic *overnight*, a diferença se reduziu e voltou a se elevar constantemente a partir de fevereiro, sendo que em setembro a diferença observada estava em 3,01 p.p. Nos meses de outubro e novembro, em decorrência da estabilidade na Selic *overnight* combinada com redução da TLP, a diferença caiu para 2,65 p.p., ainda um patamar significativo.

Em termos de taxas mensais, a TLP ficou relativamente um pouco abaixo nos meses de abril, maio, julho, agosto e outubro de 2019, em decorrência principalmente de elevações pontuais na Selic *overnight*. Já nos meses subsequentes, a TLP voltou a se manter em patamares mais altos, sendo que a maior diferença foi observada nos meses de agosto e setembro de 2020: 0,24 p.p.

Diferentemente das taxas nominais de juros, as taxas reais, quando se leva em conta o deflator IGP-DI, apresentaram uma trajetória de maior oscilação durante o período analisado que se inicia em janeiro de 2019. Em termos da Selic *Over* e TJLP/TLP, respectivamente entre parênteses, o maior patamar para ambas as taxas foi observado em 2019, nos meses de julho (0,58% e 0,49%) e agosto (1,02% e 1,00%), único mês da série a registrar um patamar superior a 1%. Entre setembro e dezembro, as taxas voltaram ao patamar negativo. Já nos dois primeiros meses de 2020 ambas voltaram a ter patamares positivos, ficando, respectivamente, 0,29% e 0,32% em janeiro e 0,28% e 0,40% em fevereiro. Após o mês de março registrar o segundo patamar mais baixo da série até então, o mês de abril voltou a registrar um patamar positivo, mesmo com a Selic *overnight* estando em 0,24%. Posteriormente, com a aceleração do IGP-DI, pressionado pela depreciação do real frente

ao dólar, os meses subsequentes registraram patamares cada vez mais negativos: maio (-0,82% e -0,66%), junho (-1,37% e -1,18%), julho (-2,10% e -1,90%) e agosto (-3,57% e -3,34%). No mês de setembro ocorre uma branda arrefecida (-3,04% e -2,81%), seguida de nova alta em outubro (-3,40% e 3,19%) e nova queda em novembro (-3,04% e -2,81%), mas ainda com taxas mais negativas que nos meses anteriores a agosto.

Quando levamos em conta o IPCA como deflator, observamos que a Selic *overnight* e a TJLP/TLP, respectivamente entre parênteses, apresentaram movimentos de menor oscilação ao se comparar com a deflação pelo IGP-DI. Para o ano de 2019, observaram-se patamares negativos apenas em quatro meses: março (-0,28% e -0,18%), abril (-0,05% e -0,18%), novembro (-0,13% e -0,06%) e dezembro (-0,77% e -0,69%). Interessante observar que no ano de 2020, além de serem observados apenas resultados positivos nos primeiros cinco meses, também registrou os meses de maior patamar: abril (0,59% e 0,71%) e maio (0,62% e 0,78%). Isto ocorreu como consequência da deflação observada nesses meses. Para a TLP, os meses subsequentes se mantiveram em patamares positivos até agosto. Já para a Selic *overnight*, o prosseguimento da queda na taxa básica fez com que os meses de junho (-0,05%), julho (-0,17%) e agosto (-0,08%) registrassem patamares negativos. A partir de setembro há uma aceleração no IPCA, fazendo com que ambas as taxas mantivessem os patamares mais negativos do ano nos meses de setembro (-0,48% e -0,24%), outubro (-0,69% e -0,49%) e novembro (-0,73% e -0,52%).

Os dados abordados nos quatro parágrafos anteriores podem ser observados em detalhes na Tabela 2.1.

Tabela 2.1 - Taxas de juros nominais e reais efetivas no Brasil, em % - jan./2019-nov./2020

Mês	Selic <i>overnight</i>		TJLP/TLP		Taxas IPCA % a.m.		Taxas IGP-DI % a.m.	
	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	Selic	TJLP	Selic	TJLP
jan-19	0,54	6,40	0,57	7,03	0,22	0,25	0,47	0,50
fev-19	0,49	6,40	0,57	7,03	0,06	0,14	-0,75	-0,67
mar-19	0,47	6,40	0,57	7,03	-0,28	-0,18	-0,59	-0,50
abr-19	0,52	6,40	0,51	6,26	-0,05	-0,06	-0,38	-0,39
mai-19	0,54	6,40	0,51	6,26	0,41	0,38	0,14	0,11
jun-19	0,47	6,40	0,51	6,26	0,46	0,50	-0,16	-0,12
jul-19	0,57	6,40	0,48	5,95	0,38	0,29	0,58	0,49
ago-19	0,50	5,90	0,48	5,95	0,39	0,37	1,02	1,00
set-19	0,46	5,71	0,48	5,95	0,50	0,52	-0,04	-0,02
out-19	0,48	5,38	0,45	5,57	0,38	0,35	-0,07	-0,10
nov-19	0,38	4,90	0,45	5,57	-0,13	-0,06	-0,47	-0,40
dez-19	0,37	4,59	0,45	5,57	-0,77	-0,69	-1,35	-1,27
jan-20	0,38	4,40	0,41	5,09	0,17	0,20	0,29	0,32
fev-20	0,29	4,19	0,41	5,09	0,04	0,16	0,28	0,40
mar-20	0,31	3,95	0,41	5,09	0,24	0,34	-1,31	-1,21
abr-20	0,28	3,65	0,40	4,94	0,59	0,71	0,23	0,35
mai-20	0,24	3,01	0,40	4,94	0,62	0,78	-0,82	-0,66
jun-20	0,21	2,58	0,40	4,94	-0,05	0,14	-1,37	-1,18
jul-20	0,19	2,15	0,40	4,91	-0,17	0,04	-2,10	-1,90
ago-20	0,16	1,94	0,40	4,91	-0,08	0,16	-3,57	-3,34
set-20	0,16	1,90	0,40	4,91	-0,48	-0,24	-3,04	-2,81
out-20	0,16	1,9	0,37	4,55	-0,69	-0,49	-3,40	-3,19
nov-20	0,15	1,9	0,37	4,55	-0,73	-0,52	-2,43	-2,21

Fonte: Banco Central do Brasil, FGV/IBRE e IBGE.

2.2 Crédito, *spread* e inadimplência⁷

Iniciando a análise pelo saldo de crédito direcionado, houve uma alta de 1,3 p.p. em outubro de 2020 ao se comparar com o mês anterior e de 12,3 p.p. em relação ao mesmo mês no ano anterior. No trimestre e no ano corrente a alta é de, respectivamente, de 7,5 p.p. e 12,4 p.p., revertendo uma tendência de redução na modalidade de crédito que se observava de forma consistente desde 2018. Em termos de operações de crédito no conceito de recursos livres, o mês de outubro, ao se comparar com o mês anterior, exibe uma alta de 1,9 p.p. Ao se comparar com outubro de 2019, há uma significativa elevação de 16,3 p.p. No trimestre, a elevação chega a 4,1 p.p. e no ano está com crescimento acumulado de 10,5%.

⁷ Os dados observados nesta seção apresentam diferenças em relação aos trazidos em edições anteriores da Carta de Conjuntura do NAPE devido a revisões realizadas pelo BCB.

No que tange ao crédito total, o mês de outubro de 2020 registrou variação em relação ao mês anterior de 1,4 p.p., já o resultado para o desempenho acumulado no trimestre, no ano e na variação em 12 meses registraram variações em termos de pontos percentuais de 5,5; 11,3 e 14,5, respectivamente. Ao se analisar volume total de crédito em termos de percentual do PIB, a variação mensal registrou alta de 0,5 p.p. Em termos trimestrais e no ano o crescimento foi de 2,4 p.p e 5,5 p.p., respectivamente. Na comparação com outubro de 2019 a variação é de 6,4 p.p. Confrontando com um período um pouco maior, tem-se que no mês de outubro de 2020 foi a primeira vez que o crédito total em relação ao PIB ultrapassou o patamar observado em janeiro de 2016: 53,4% contra 53,2%.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado fechou outubro de 2020 com a taxa média de 7,2%, o que representa uma queda de 0,5 p.p. ao se comparar com outubro de 2019, e o crédito no conceito de recursos livres ficou em 26,5%, redução de 8,8 p.p. na mesma comparação. Ou seja, apesar da queda muito mais acentuada da SELIC em relação à TLP, as diferenças nas taxas de juros para os tomadores finais de recursos direcionados e livres se mantiveram acentuadas. No que diz respeito aos prazos médios de crédito, as diferenças reduziram-se, havendo uma queda de 8,2 p.p. para o direcionado e leve queda para os livres (0.1 p.p.), quando se comparam os meses de outubro de 2020 e 2019. Sendo assim, em outubro de 2020, o prazo médio das operações com recursos direcionados ficou em 196,7 meses e o do crédito com bases em recursos livres ficou em 42,3 meses. Apesar da queda na diferença, ela ainda se mantém acentuada. Os dados comentados sobre as operações de crédito do sistema financeiro se encontram na Tabela 2.2.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2019-out./2020

Mês	Direcionado			Livres			Total	
	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	% PIB
jan/19	1.488,50	8,7	203,9	1.748,50	37,1	39,0	3.236,90	46,9
fev/19	1.489,70	8,5	205,2	1.757,50	37,9	38,3	3.247,20	46,8
mar/19	1.489,50	8,5	207,1	1.783,10	38,3	39,0	3.272,70	47,0
abr/19	1.482,90	8,4	199,9	1.789,50	38,3	39,2	3.272,40	46,9
mai/19	1.475,40	8,5	193,5	1.815,60	37,9	40,4	3.291,00	46,8
jun/19	1.461,80	8,2	203,9	1.839,60	37,6	40,7	3.301,40	46,8
jul/19	1.453,20	8,1	194,7	1.841,80	37,4	40,6	3.295,00	46,5
ago/19	1.460,90	8,4	197,9	1.870,80	37,2	41,3	3.331,70	46,8
set/19	1.464,10	8,0	202,9	1.903,90	36,1	40,9	3.368,00	47,1
out/19	1.466,40	7,7	204,9	1.914,00	35,3	42,4	3.380,40	47,0
nov/19	1.470,00	7,4	200,9	1.951,90	35,6	43,1	3.421,80	47,4
dez/19	1.464,60	7,7	201,5	2.013,80	33,4	42,1	3.478,30	47,9
jan/20	1.465,10	8,2	196,2	2.003,40	33,7	40,9	3.468,50	47,6
fev/20	1.465,70	7,6	199,3	2.021,80	34,2	41,5	3.487,50	47,7
mar/20	1.475,50	7,5	199,0	2.110,10	33,4	40,1	3.585,70	48,9
abr/20	1.485,60	7,3	203,4	2.099,40	31,3	40,3	3.585,00	49,3
mai/20	1.493,50	7,5	194,9	2.103,10	29,7	41,8	3.596,60	49,9
jun/20	1.506,50	7,0	202,4	2.116,60	27,3	41,8	3.623,00	50,4
jul/20	1.532,40	7,1	196,0	2.136,70	27,4	42,6	3.669,10	51,0
ago/20	1.579,40	7,2	197,8	2.162,00	26,6	42,8	3.741,40	52,0
set/20	1.625,00	6,9	200,7	2.194,00	25,8	41,2	3.819,10	52,9
out/20	1.646,50	7,2	196,7	2.225,30	26,5	42,3	3.871,80	53,4

Fonte: Banco Central do Brasil.

Tomando em consideração o crédito no conceito de recursos livres e dividindo a análise da taxa de juros de crédito entre pessoas jurídicas e físicas, respectivamente entre parênteses, observa-se uma queda para ambas em todas as bases de comparação, exceto para a variação mensal (0,5 p.p. e 0,9 p.p.): em termos trimestrais (-0,4 p.p. e -0,9 p.p.), no ano (-4,3 p.p. e 7,1 p.p.) e em 12 meses (-5,5 p.p. e -9,5 p.p.). O que se pode analisar com esse movimento é que há um indício de reversão no movimento de queda nas taxas de juros de recursos livres que chegam ao tomador final. Isto fica evidenciado pelo fato de que quanto maior o período de comparação, maior a queda, sendo que na variação mensal o resultado é de alta.

O problema maior é que desde meados de 2017 a redução do crédito na ponta acompanhou mais de perto o comportamento do *spread* bancário, o qual, por sua vez, com exceção de 2020, seguiu a taxa de inadimplência. Os desempenhos destas variáveis apresentam uma dinâmica comum em momentos de alta e baixa, mas com tendência clara de queda ao longo de 2018 e tendência de queda mais tênue em 2019. Já o início de 2020 começou com elevação apenas para os *spreads*. Em

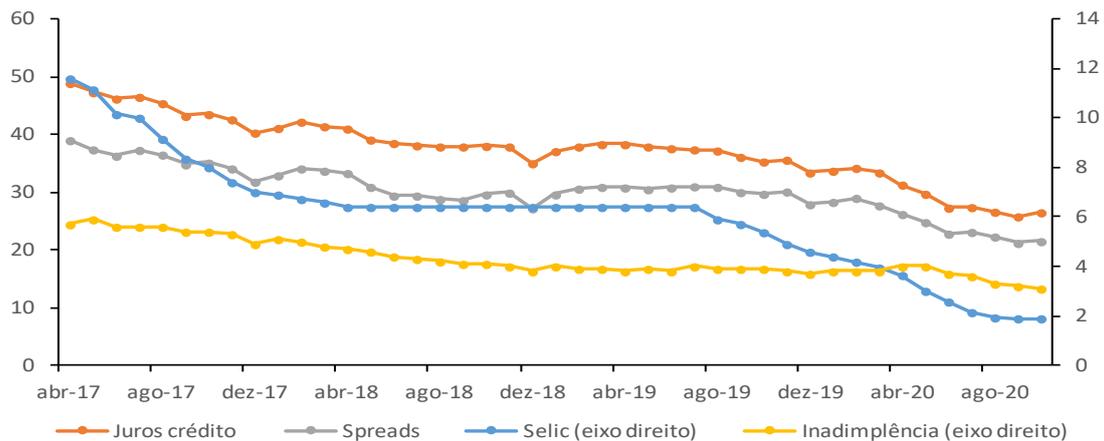
março e abril, ocorreu a inversão desses movimentos para ambas as variáveis. Ao menos em parte, essa inversão de movimentos pode ser reflexo das medidas adotadas pelo BCB a partir de março⁸. Os *spreads* prosseguiram caindo até setembro (21,20%), havendo uma leve alta de 0,3 p.p. em outubro, ficando então em 21,5%. Esse movimento foi facilitado por mais uma sequência de quedas na inadimplência, cuja queda no ano até outubro é de 0,6 p.p. Esses dados podem ser observados na Tabela 2.3 e a evolução nos seus movimentos é apresentada no Gráfico 2.1.

Tabela 2.3 - Taxa de juros, *spread* e inadimplência em operações de crédito do sistema financeiro brasileiro - recursos livres – jan./2019-out./2020

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads p.p.</i>			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
jan/19	20,4	50,1	37,1	13,4	42,2	29,6	2,9	4,8	4,0
fev/19	19,8	51,8	37,9	13,0	44,1	30,6	2,8	4,7	3,9
mar/19	19,8	52,4	38,3	12,8	44,7	30,9	2,8	4,7	3,9
abr/19	19,9	52,3	38,3	12,9	44,5	30,8	2,7	4,7	3,8
mai/19	19,6	51,7	37,9	12,6	44,0	30,5	2,7	4,8	3,9
jun/19	18,7	51,9	37,6	12,2	44,9	30,8	2,7	4,8	3,8
jul/19	19,2	51,0	37,4	13,1	44,5	31,0	2,8	4,8	4,0
ago/19	18,8	50,7	37,2	12,7	44,2	30,9	2,6	4,9	3,9
set/19	17,5	49,8	36,1	11,7	43,5	30,0	2,5	5,0	3,9
out/19	17,5	48,4	35,3	12,2	42,6	29,7	2,5	5,0	3,9
nov/19	17,3	48,9	35,6	12,1	43,1	30,1	2,4	5,0	3,8
dez/19	16,3	46,0	33,4	11,1	40,2	27,9	2,1	5,0	3,7
jan/20	17,6	45,7	33,7	12,6	40,1	28,3	2,3	4,9	3,8
fev/20	17,0	46,8	34,2	12,0	41,4	29,0	2,3	5,0	3,8
mar/20	16,6	46,4	33,4	11,3	40,4	27,7	2,3	5,2	3,8
abr/20	15,7	44,7	31,3	11,3	38,9	26,2	2,4	5,5	4,0
mai/20	14,2	43,2	29,7	10,0	37,7	24,8	2,4	5,6	4,0
jun/20	13,0	39,7	27,3	9,2	34,7	22,8	2,0	5,2	3,7
jul/20	12,4	39,8	27,4	8,7	35,1	23,1	1,8	5,1	3,6
ago/20	12,2	39,0	26,6	8,4	34,2	22,3	1,7	4,9	3,3
set/20	11,5	38,0	25,8	7,6	32,8	21,2	1,6	4,6	3,2
out/20	12,0	38,9	26,5	7,6	33,4	21,5	1,5	4,5	3,1

Fonte: Banco Central do Brasil.

⁸ A redução na CSLL de 20% para 15%, por ter sido implementada apenas ao final de abril, não poderia explicar essa redução.

Gráfico 2.1 – Comportamento da taxa Selic (% a.a.), taxa de juros ao tomador final (% a.a.), *spreads* do setor bancário (p.p.) e inadimplência (%) – abr./2017-out./2020

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

O real passou por um período de grande turbulência entre março e maio, sendo em diversos momentos a moeda que mais se depreciou entre os países emergentes e, em curtos períodos, a moeda que mais se apreciou, como pode ser observado nos relatórios do *Institute of International Finance* sobre a crise da Covid-19⁹. Embora o momento mais agudo de instabilidade tenha passado, nos meses subsequentes até novembro, também se observou elevada oscilação da taxa de câmbio do real. A taxa média de câmbio em novembro de 2020 ficou em R\$ 5,42/US\$ 1,00, apresentando uma variação positiva em 12 meses na ordem de 30,38%. Esse movimento de depreciação do real em relação ao dólar teve início desde o final de 2017, com pontuais mudanças de tendência desde então.

O ano de 2019 iniciou com dois meses seguidos de apreciação do real frente ao dólar, tendência revertida nos três meses subsequentes. Quando parecia que haveria uma nova reversão da tendência de depreciação do real, com dois meses de apreciação frente ao dólar, o mês de agosto apresentou uma alta de 6,37% de 2019. Movimentos de depreciação do real frente ao dólar se repetiram nos meses de setembro (2,52%), novembro (1,67%), e em oito meses de 2020: janeiro (0,97%), fevereiro (4,61%), março (12,5%!), abril (9,05%), maio (5,97%), julho (1,61%) e agosto (3,43%). Movimentos de apreciação ocorreram apenas nos meses de junho (-7,92%), setembro (-1,13%) e novembro (-3,70%). A Tabela 2.4 apresenta o comportamento das taxas de câmbio comercial, turismo e a taxa de câmbio comercial deflacionada pelo IPCA.

⁹ Ver: <https://www.iif.com/COVID-19>

Tabela 2.4 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) – jan./2019-nov./2020

Mês	dólar comercial venda (média mensal)	variação % mensal	variação % em 12 meses	dólar deflacionado	dólar turismo (média mensal)
jan-19	3,739	-3,771	16,443	3,846	3,884
fev-19	3,727	-0,323	14,961	3,811	3,868
mar-19	3,847	3,300	17,299	3,908	4,052
abr-19	3,896	1,291	14,341	3,936	4,157
mai-19	4,002	2,704	10,051	4,037	4,030
jun-19	3,859	-3,566	2,270	3,893	4,017
jul-19	3,779	-2,060	-1,291	3,805	3,929
ago-19	4,020	6,367	2,296	4,043	4,190
set-19	4,122	2,525	0,120	4,147	4,315
out-19	4,087	-0,837	8,743	4,108	4,271
nov-19	4,155	1,673	9,736	4,155	4,340
dez-19	4,110	-1,101	5,841	4,129	4,286
jan-20	4,150	0,970	10,898	4,270	4,337
fev-20	4,341	4,616	16,580	4,456	4,539
mar-20	4,884	12,505	26,969	5,010	5,098
abr-20	5,326	9,045	36,688	5,480	5,537
mai-20	5,643	5,969	41,033	5,829	5,853
jun-20	5,197	-7,918	34,668	5,354	5,414
jul-20	5,280	1,609	39,712	5,420	5,500
ago-20	5,461	3,429	35,852	5,593	5,724
set-20	5,400	-1,131	31,008	5,494	5,616
out-20	5,626	4,191	37,651	5,676	5,878
nov-20	5,418	-3,697	30,382	5,418	5,652

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

2.4 Considerações finais

O quadro traçado ao longo da presente seção mostra que em termos de crédito e de diferentes taxas de juros, as sucessivas e bem-vindas quedas nas taxas Selic demoraram a apresentar seus efeitos de forma mais clara, algo que passou a ocorrer a partir de meados do segundo semestre de 2019. Cabe frisar também que essa reação no mercado crédito não pode ser atribuída apenas à política monetária estrita, pois houve ainda em 2019 uma política creditícia direta na atuação da CEF, com destaque ao financiamento imobiliário e reduções na taxa de juros do cheque-especial e liberação do FGTS, que permitiu às famílias a quitação de dívidas antigas e eventualmente atrasadas e, conseqüentemente, tomar novos créditos a taxas de juros menores.

Todavia, os dois primeiros meses de 2020 apontavam para um sentido de piora no crédito, possível reflexo da desaceleração da economia e esgotamento das políticas creditícias descritas acima. Já com os primeiros sinais da crise evidenciados, ainda em março, o BCB anunciou uma série

de medidas que, embora tenham levado um período superior para serem implementadas e posteriormente adequadas à demanda, fazendo com que a retomada do crédito fosse mais lenta do que o necessário, parece ter possibilitado uma certa melhora nas taxas de juros e evitado uma queda mais acentuada nas operações de crédito com recursos livres no momento mais agudo da crise, ao mesmo tempo em que teria facilitado a retomada posterior¹⁰.

Evidentemente, as novas quedas mais acentuadas na taxa básica de juros, combinada com a queda na inadimplência, exceção para os meses de abril e maio, também facilitaram a ampliação do crédito. Como houve deflação no IPCA nos meses de abril e maio, essa queda se refletiu em menor nível de taxas reais apenas a partir de junho, no mesmo mês em que pode ser observada recuperação no crédito com base em recursos livres. Na base mais recente disponível, esse tipo de crédito apresentou elevação em todas as bases temporais utilizadas na comparação, tendo outubro como referência.

O crédito direcionado, por sua vez, teve um papel essencial na fase mais aguda da crise, pois ao contrário do que ocorrera com o crédito baseado em recursos livres, teve seu patamar elevado. Posteriormente, manteve uma trajetória de alta, com elevação em todas as bases de comparação no mês de outubro. Um aspecto a ser mencionado se refere ao fato que a taxa de juros dessa fonte de operação não teve um mesmo ritmo de queda do que ocorrera com os créditos com base nos recursos livres. A principal explicação para tal decorre tanto de uma redução dos *spreads* deste último tipo de recurso, quanto da queda menos acentuada da TLP em comparação com a taxa Selic. Este é um aspecto que vale reflexão, pois a TLP se baseia na média da taxa de juros do título público NTN-B de 5 anos, o qual não necessariamente acompanha de perto o ritmo de queda da Selic. Pode até mesmo se elevar, caso haja uma “empinada” na curva de juros do país.

Em termos da taxa de câmbio, no segundo semestre de 2019 já era nítida uma tendência de depreciação do real frente ao dólar. Isso ocorreu a despeito da reforma da previdência. No contexto da pandemia, essa situação se agravou substancialmente. Nos onze meses observados em 2020,

¹⁰ Paula e Ferreira (2020) destacam sete medidas principais adotadas pelo BCB: “1) a redução do nível de depósitos compulsórios sobre recursos a prazo de 25% para 17%; 2) diminuição dos requerimentos de liquidez de curto prazo (LCR) e do Adicional de Conservação de Capital Principal dos bancos; 3) uso de empréstimos com lastro com letras financeiras garantidas por operação de crédito (potencial de liberar R\$ 670 bilhões de liquidez); 4) recompra de letras financeiras que podem ser deduzidas do depósito compulsório sobre recursos a prazo; 5) dispensa de provisionamento para renegociação de operações de crédito; 6) reclassificação dos níveis de risco das operações de crédito entre 1 de março de 2020 aos níveis de fevereiro de 2020, antes do início da crise; 7) Criação do Depósito a Prazo com Garantias Especiais (DPGE), permitindo que instituições financeiras capturem depósitos garantidos pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito), ampliando de \$20 milhões para R\$40 milhões de reais por titular”. Disponível em: <https://aterceiramargem.org/2020/05/13/a-crise-do-coronavirus-e-a-atuacao-do-banco-central/>.

apenas em junho, setembro e novembro o real não se depreciou frente ao dólar, sendo a moeda que tem sempre estado na liderança dentre as que mais se depreciaram neste ano.

Por outro lado, no momento mais recente de otimismo no cenário externo, o real tem se apreciado frente ao dólar, inclusive em um ritmo superior ao de outros países emergentes. A título de exemplo, em novembro a cotação média ficou em 5,42, já no último dado disponível no momento de elaboração desta Carta, dia 11 de dezembro, a taxa de câmbio estava em R\$ 5,07. Isso demonstra que o principal fator de depreciação do real não foi a redução na taxa de juros ou a questão fiscal interna.

A questão fundamental é que o real é uma das moedas mais sensíveis ao contexto de incerteza externa e preferência por liquidez. Como o Brasil possui maior profundidade do mercado financeiro comparada com outros países emergentes, somada à abertura financeira, o real acaba se tornando um destino interessante para busca de retornos rápidos em contextos de maior otimismo. Entretanto, em momentos de reversão da liquidez, é um dos primeiros lugares em que o capital sairá.

Destarte, pela importância na retomada do crédito e por não ser o fator determinante para o movimento de depreciação do real, interpreto que a manutenção da taxa básica de juros em mínimos históricos foi a estratégia mais adequada.

Mauricio Andrade Weiss

3 POLÍTICA FISCAL: é possível combater uma segunda onda em 2021 e vacinar a população sem manter a flexibilização atual das regras fiscais?

3.1 Resultados Fiscais

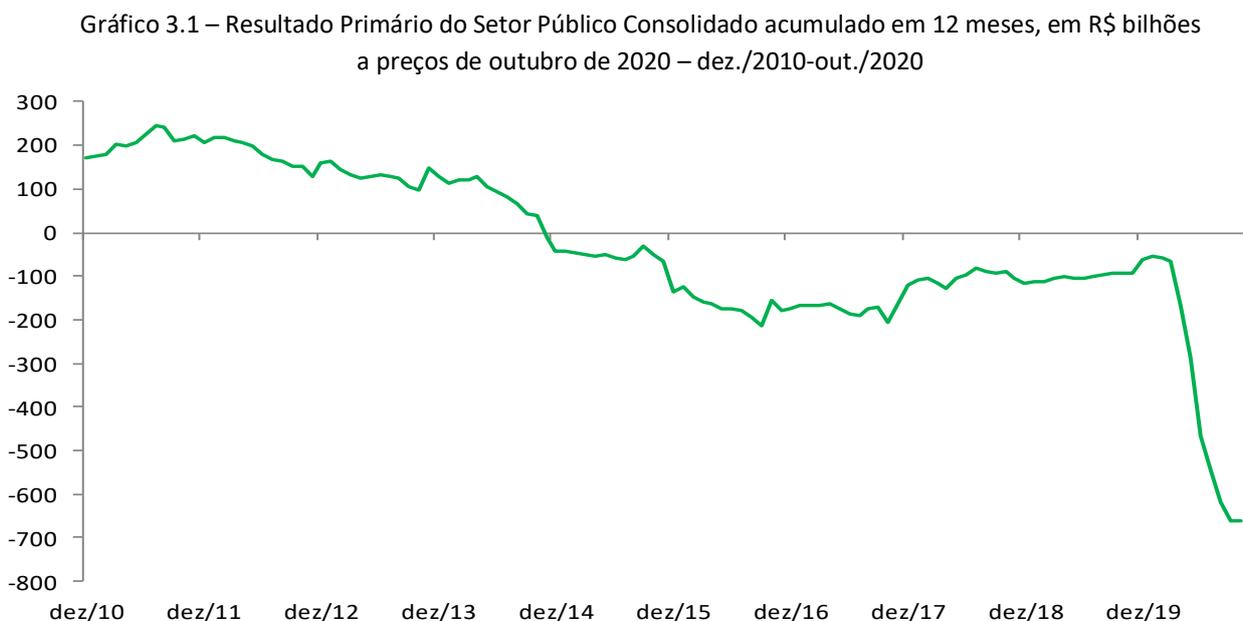
Resultado Primário

O resultado primário do setor público consolidado acumulado no ano de 2020, entre janeiro e outubro, foi deficitário em R\$ 632,9 bilhões em termos nominais, de acordo com os dados da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) do Banco Central. Esse valor é 19 vezes superior ao déficit do mesmo período de 2019, que foi de aproximadamente R\$ 33 bilhões. Isso se deve ao gasto extraordinário no combate da Covid-19 entre fevereiro e outubro de 2020, que foi de R\$ 469,7 bilhões (pelo critério de despesas pagas), e à queda de receita líquida, decorrente tanto do diferimento de receitas quanto da queda da atividade econômica. Nas séries disponibilizadas pela STN e pelo Banco Central, iniciando-se em 1997 e 2002 respectivamente, nunca houve aumento de

despesas e do déficit primário nessa magnitude. Dessa forma, se trata da maior “política fiscal anticíclica” da história recente das contas públicas brasileiras, centrada principalmente em expansão de gastos, disponibilização de renda para população mais vulnerável e programas de apoio ao crédito.

Até outubro, o resultado primário acumulado em 12 meses totalizou déficit de R\$ 661,8 bilhões, representando 9,1% do PIB estimado pelo Banco Central. Considerando apenas o Governo Federal, o resultado é de déficit de R\$ 714,5 bilhões, representando 9,85% do PIB. Esse é o patamar recorde, até agora, dos déficits primários na série histórica disponibilizada pelo Banco Central, e, considerando as tendências atuais de receita e despesa nos próximos meses, a perspectiva é de déficit primário próximo a R\$ 895 bilhões (em torno de 12,5% do PIB) para o Setor Público Consolidado, segundo a Secretaria do Tesouro Nacional.

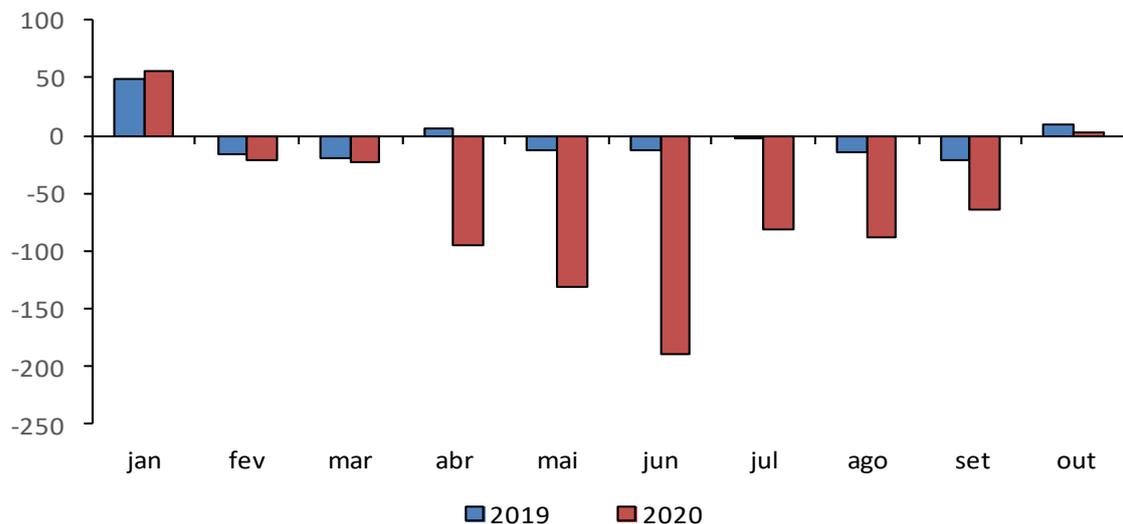
A título de comparação, o déficit acumulado em 12 meses até outubro é superior em R\$ 600 bilhões em termos nominais em relação ao resultado primário ao final de 2019, que foi deficitário em R\$ 61,8 bilhões (0,85% do PIB), o menor déficit anual desde 2015. Essa diferença está próxima ao que se estima como sendo o impacto fiscal no resultado primário dos programas de combate à Covid-19, entre expansão de gastos e renúncia de receitas, porém é explicada também pela queda das receitas líquidas decorrente da crise. Isso demonstra que os resultados de 2020 são historicamente singulares, como apresentado no Gráfico 3.1.



Fonte: Banco Central do Brasil.

O Gráfico 3.2 expressa, na comparação em termos reais a preços de outubro de 2020, a magnitude da diferença dos déficits mensais de janeiro a outubro de 2019 e 2020, na comparação mês a mês. É possível verificar que os meses com maior déficit foram abril, maio e junho, com déficits de R\$ 94,3 bilhões, R\$ 131,4 bilhões e R\$ 188,7 bilhões, respectivamente. Em julho, agosto e setembro, apesar dos patamares historicamente altos, os déficits foram de R\$ R\$ 81 bilhões, R\$ 87,6 bilhões e R\$ 64,6 bilhões respectivamente. Já em outubro, o resultado de 2020 foi mais próximo do ano anterior, com superávit de R\$ 2,9 bilhões, embora ainda inferior ao resultado do mesmo mês de 2019. O déficit de junho é explicado por ser o período com pico de despesas extraordinárias e de maior redução de receitas.

Gráfico 3.2 – Resultado Primário mensal do Setor Público Consolidado em 2019 e 2020, em R\$ bilhões a preços de outubro de 2020 – jan./out.-2019-2020



Fonte: Banco Central do Brasil.

Metas Fiscais, Teto de Gastos e Regra de Ouro

Com o Decreto Legislativo nº 6 de 2020, que reconhece estado de calamidade pública, há a dispensa das obrigações estabelecidas pela Lei de Responsabilidade Fiscal, tanto em relação ao cumprimento da meta em 2020, como às revisões bimestrais de receitas e despesas, e a eventuais contingenciamentos de despesas decorrentes dessas revisões. Esse decreto tem efeitos restritos ao exercício de 2020, cessando seus efeitos em 31 de dezembro de 2020.

Em termos do Teto de Gastos (Novo Regime Fiscal – EC 95/16), as despesas extraordinárias decorrentes do estado de calamidade pública também não são consideradas no limite constitucional.

Dessa forma, permanece apenas a necessidade de auferir o cumprimento do teto para as demais despesas. Para 2020, o Limite do Teto de Gastos é de R\$ 1.454,9 bilhões. Até outubro de 2020, as despesas sujeitas ao teto de gastos totalizaram R\$ 1.373,2 bilhões, representando 79,1% do limite para o exercício.

Por fim, com a Emenda Constitucional nº 106 de 2020, que estabelece o chamado “Orçamento de Guerra”, a Regra de Ouro está excepcionalizada para o exercício atual, por decorrência do estado de calamidade pública na pandemia. Dessa forma, as principais regras fiscais de controle de despesas e de resultado primário estão flexibilizadas no momento, permitindo ampliação de gastos para o combate à pandemia. As principais alterações legais que impactaram a política fiscal nesse período estão resumidas no Quadro 3.1.

Quadro 3.1 – Resumo de Mudanças Legais essenciais para Política Fiscal na Crise

Legislação	Implicações	Impactos Fiscais
Decreto Legislativo nº 6, de 20 de março de 2020	Reconhecimento da ocorrência de estado de Calamidade Pública	<ul style="list-style-type: none"> - Flexibilização da Lei de Responsabilidade Fiscal no cumprimento de metas de resultado primário e de contingenciamento de despesas durante período de estado de calamidade pública - Não consideração, para fins do Novo Regime Fiscal (EC 95/16 – Teto de Gastos), de despesas extraordinárias relacionadas a gastos com estado de calamidade pública
Emenda Constitucional nº 106, de 7 de maio de 2020 (“Orçamento de Guerra”)	Regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento de calamidade pública nacional decorrente de pandemia	<ul style="list-style-type: none"> - Medidas de enfrentamento de calamidade pública que não impliquem despesa permanente ficam dispensadas de limitações legais para aumento de despesa ou renúncia de receita - Fica dispensado o cumprimento da Regra de Ouro (CF, Art. 167, inciso III) durante o período em que vigore a calamidade pública
Lei Complementar nº 173, de 27 de maio de 2020	Programa Federativo de Enfrentamento ao Coronavírus SARS-CoV-2 (Covid-19)	<ul style="list-style-type: none"> - Altera a Lei de Responsabilidade Fiscal para permitir suspensão do pagamento do serviço da dívida de estados e municípios com a União - Permite repactuação, reestruturação e securitização de operações de crédito de estados e municípios com instituições financeiras e órgãos multilaterais - Estabelece o Auxílio Emergencial para Estados e Municípios no valor de R\$ 60 bilhões no exercício de 2020

Receitas e Despesas Primárias

A Tabela 3.1 sintetiza as principais variações em rubricas de receitas e despesas primárias do Governo Central, a preços de outubro de 2020, conforme o Resultado do Tesouro Nacional apresentado pela STN, calculado pelo método “acima da linha”. Na comparação do acumulado de janeiro a outubro entre os anos de 2019 e 2020, percebe-se que a queda na Receita Líquida é de -11,6% no período, enquanto que as despesas totais cresceram 42,7%. Os principais motivos para essa variação, no âmbito das receitas, são a queda da atividade econômica, reduzindo a base de arrecadação, e algumas isenções tributárias, como relativas ao IOF e imposto de importação. Com o decorrer do ano, os efeitos relativos ao diferimento no calendário de pagamentos, que antes eram um fator relevante para explicar variações da receita, passam a ter efeito fiscal nulo. Em relação às despesas, se explicam pelos gastos extraordinários aprovados para o combate à Covid-19 e políticas de manutenção de renda, assim como mudanças em cronogramas de pagamentos de benefícios que normalmente são pagos em novembro e dezembro.

A queda na Receita Líquida é consequência da queda da Receita Total, que ocorre em todos os seus componentes de forma semelhante, com queda significativa nas Receitas Administradas pela RFB (impostos e contribuições sociais), na arrecadação para o Regime Geral de Previdência Social e nas Receitas Não Administradas pela RFB. Já o aumento da despesa está concentrado basicamente na rubrica de Créditos Extraordinários, que contempla todos os gastos justificados pelo estado de calamidade pública para o enfrentamento da Covid-19 e possibilitados por meio de abertura de crédito extraordinário, assim como na de Apoio Financeiro a Estados e Municípios e Subsídios, Subvenções e Proagro. Ao todo, os gastos emergenciais totalizaram 469,7 bilhões até outubro, com previsão de gasto de ao menos R\$ 587,7 bilhões até o final de 2020.

Pode-se resumir as variações nas contas do Governo Federal em 2020 em alguns fatores: em primeiro lugar, a crise econômica afetou a atividade, impactando também a base de arrecadação de impostos e contribuições sociais, explicando em parte as reduções em Receitas Administradas pela RFB e Arrecadação Líquida para RGPS. Esse fator está relacionado às quedas de Imposto de Renda, COFINS, PIS/PASEP, CSLL, IPI e Contribuições do INSS. Ao mesmo tempo, no lado das despesas, esse fator gera aumento em gastos com Seguro Desemprego, como reflexo das demissões do período de crise. O contexto de crise e de baixo dinamismo da atividade também foi um fator preponderante para explicar os déficits primários a partir de 2015.

Tabela 3.1 – Principais variações de Receitas e Despesas Primárias do Governo Central no resultado acumulado em relação ao ano anterior, em R\$ bilhões a preços correntes

Discriminação	jan-out		variação	
	2019	2020	diferença	% real (IPCA)
RECEITA TOTAL	1.274,4	1.166,5	-107,9	-11,2
Receita Administrada pela RFB	785,9	722,6	-63,3	-10,8
- Imposto de Renda	328,6	311,3	-17,2	-8,1
- COFINS	197,0	175,1	-21,9	-13,8
- CSLL	72,9	66,7	-6,2	-11,3
- PIS/PASEP	53,8	49,6	-4,2	-10,6
- IPI	43,5	43,1	-0,4	-4,0
- Imposto de Importação	36,1	36,0	-0,1	-3,2
- IOF	33,2	18,8	-14,4	-44,9
- CIDE Combustíveis	2,3	1,9	-0,4	-20,9
- Outras Administradas pela RFB	18,4	19,9	1,5	5,3
Arrecadação Líquida para RGPS	326,4	308,0	-18,4	-20,9
Receitas Não Administradas pela RFB	162,1	136,1	-26,0	-18,5
- Exploração de Recursos Naturais	58,8	49,5	-9,3	-18,3
- Concessões e Permissões	8,3	7,4	-0,9	-13,8
- Dividendos e Participações	15,0	5,2	-9,8	-66,1
- Receitas Próprias e de Convênios	13,2	10,6	-2,6	-22,0
- Complemento para o FGTS (LC nº 110/11)	4,6	0,0	-4,6	-99,3
- Contribuição do Salário Educação	17,6	16,6	-1,0	-8,2
- Demais Receitas	32,9	32,2	-0,7	-4,8
TRANSFERÊNCIAS POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	221,8	207,5	-14,3	-9,2
RECEITA LÍQUIDA	1.052,6	959,0	-93,6	-11,6
DESPESA TOTAL	1.116,5	1.640,0	523,5	42,7
Benefícios Previdenciários	506,3	560,3	54,0	7,6
Pessoal e Encargos Sociais	251,0	258,0	7,0	-0,2
Outras Despesas Obrigatórias	164,1	638,3	474,2	277,6
- Créditos Extraordinários (Exceto PAC)	3,0	374,1	371,1	-
- Apoio Financeiro a Estados e Municípios	0,0	78,1	78,1	-
- Subsídios, Subvenções e Proagro	10,1	23,4	13,3	125,5
- Sentenças Judiciais e Precatórios	14,9	22,1	7,2	45,0
- Abono e Seguro Desemprego	46,5	51,9	5,4	8,3
Despesas do Executivo sujeitas Prog. Financeira	195,0	183,4	-11,6	-8,6
- Obrigatórias com Controle de Fluxo	113,8	104,3	-9,6	-11,0
- Discricionárias	81,2	79,1	-2,1	-5,2

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (Resultado do Tesouro Nacional).

Em segundo lugar, há os eventos não recorrentes, ou ligados a flutuações de preços, que afetam as Receitas Não Administradas pela RFB. A redução de receita em Exploração de Recursos

Naturais (Cota-Parte de Compensação Financeira – *royalties* de óleo e gás) foi afetada por efeitos conjuntos de preço do barril de petróleo, câmbio e volume de produção, enquanto a redução em Concessões e Permissões decorreu de ausência de evento em 2020 equivalente a 2019, e a redução de dividendos e participações, de menores pagamentos de Banco do Brasil, Caixa e BNDES em relação a 2019. Em contraposição ao baixo desempenho até aqui em 2020, essas rubricas foram essenciais entre 2016 e 2019 na mitigação dos déficits primários, gerando incrementos de receita de caráter extraordinários que impediram déficits maiores naqueles anos.

Por fim, há as medidas de expansão de gastos públicos adotadas, tanto para combater a pandemia como para conter os impactos da crise econômica do período. Essas medidas se dividem em três tipos: primeiro, aquelas de diferimento de arrecadação e pagamentos, que apresentam impacto positivo de fluxo de caixa para empresas e contribuintes, mas que apresentam efeito fiscal zero ao final do exercício fiscal. Medidas desse tipo foram adotadas, como na postergação de recolhimento de IRPF, IRPJ/CSLL, Cofins, PIS/PASEP e Contribuição para INSS, e na antecipação de pagamentos de abono salarial, 13º da previdência social e calendário de precatórios. Segundo, há as medidas de isenção tributária, que geram renúncia de receita; a principal atualmente é a alíquota zero para o IOF vigente até o final de novembro de 2020, assim como isenções tributárias em produtos hospitalares relacionados ao combate da pandemia. Por fim, e de maior relevância na política atual, é a despesa com gastos extraordinários, que está detalhada a seguir, na Tabela 3.2, destacando-se o Auxílio Emergencial, os repasses para Estados e Municípios, as despesas adicionais do Ministério da Saúde e demais Ministérios, assim como políticas para garantia de crédito, aumentando a oferta de crédito por parte de instituições financeiras.

A Tabela 3.2. apresenta as principais medidas de gastos extraordinários, os valores totais previstos e os já pagos em duas referências: até outubro de 2020 e até o dia 14 de dezembro, com os dados disponíveis na data da elaboração desta análise.

Tabela 3.2 – Resumo das Despesas Extraordinárias do Governo Federal na Crise do Covid-19

Despesa	até 31.10.2020		até 14.12.2020	
	(R\$ bilhões)		(R\$ bilhões)	
	previsto	já pago	previsto	já pago
1) Auxílio Emergencial a Pessoas em Vulnerabilidade	322,0	258,0	322,0	293,8
2) Auxílio Financeiro aos Estados, Municípios e DF	79,2	78,1	79,2	78,3
3) Benefício Emergencial de Manutenção Emp. e Renda	51,6	28,8	51,6	31,8
4) Despesas Adicionais Min. Saúde e Demais Ministérios	51,1	39,0	50,9	42,0
5) Cotas Fundos Garantidores de Operações de Crédito	47,9	47,9	47,9	47,9
6) Financiamento para Pagamento de Folha Salarial	17,0	10,9	6,8	6,8
7) Prog. Emergencial Acesso ao Crédito - Maquininhas	10,0	5,0	10,0	5,0
8) Financiamento da Infraestrutura Turística	5,0	0,8	5,0	1,4
9) Ampliação do Bolsa Família	3,0	0,4	0,4	0,4
10) Transferência p/Conta de Desenvolv. Energético	0,9	0,9	0,9	0,9
Total	587,7	469,7	574,6	508,2

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Resumidamente, as medidas de enfrentamento à crise anunciadas e realizadas até o momento são as seguintes:

Auxílio Emergencial de R\$ 600 reais mensais, conforme definido na Lei 13.982, de 2 de abril de 2020, por até 5 meses, entre abril e agosto, e de R\$ 300 reais por até 4 meses, entre setembro e dezembro;

Auxílio Financeiro aos Estados e Municípios, inicialmente no valor de R\$ 16 bilhões para cobrir quedas do Fundo de Participação de Estados e Municípios pelas quedas das receitas de IR e IPI, e, posteriormente, ampliado em mais R\$ 60 bilhões no combate ao coronavírus regionalmente, conforme definido na Lei Complementar 173, que estabelece o Programa Federativo de enfrentamento ao Covid-19, e em mais R\$ 3 bilhões especificamente para apoio ao setor cultural;

Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e Renda (BEm), definido pela Medida Provisória 935, para complementar a renda de trabalhadores que tiveram a jornada reduzida, conforme possibilitado pela Medida Provisória 927;

Despesas extraordinárias diversas do Ministério da Saúde, Educação, Cidadania, dentre outros na realização de ações no combate à pandemia;

Cotas para o Fundo Garantidor de Operações (FGO) para cobertura de operações de crédito no âmbito do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) e de cotas no Fundo Garantidor de Investimento (FGI) para o Programa Emergencial de

Acesso a Crédito (PEAC), como medida para redução de risco para Instituições Financeiras proverem crédito às pequenas e médias empresas;

O Programa Emergencial de Suporte a Empregos (PESE), permitindo o financiamento da folha de pagamentos, cuja redução entre outubro e dezembro se deve a devoluções do BNDES;

Modalidade do Programa Emergencial de Apoio ao Crédito que possibilita, por meio do BNDES, garantia de operações de crédito com base na cessão fiduciária de recebíveis (PEAC – Maquininhas);

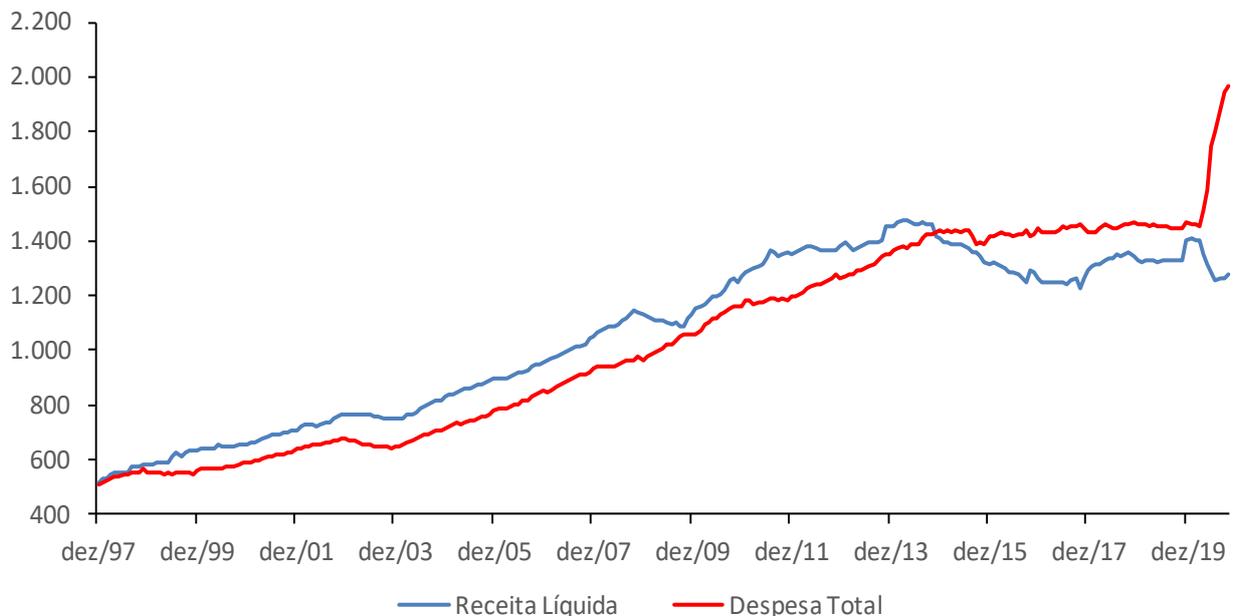
Aporte no Fundo Geral de Turismo (FUNGETUR) para capital de giro e investimento em infraestrutura para o setor de turismo;

A ampliação de valores alocados para o Bolsa Família, conforme Medida Provisória 929; e

No âmbito do setor elétrico, destinação de R\$ 900 milhões à Conta de Desenvolvimento Energético para cobertura de descontos tarifários no fornecimento de energia para consumidores finais de baixa renda.

O Gráfico 3.3 apresenta a evolução da receita líquida e da despesa total do Governo Central, acumulados em 12 meses a preços de outubro de 2020. Os períodos em que há inflexão da receita líquida, caindo em termos reais, são sempre períodos de crise: 2008-09, 2014-16 e 2020.

Gráfico 3.3 – Receita Líquida e Despesa Total do Governo Central acumuladas em 12 meses, em R\$ bilhões a preços de outubro de 2020 – dez./1997-out./2020

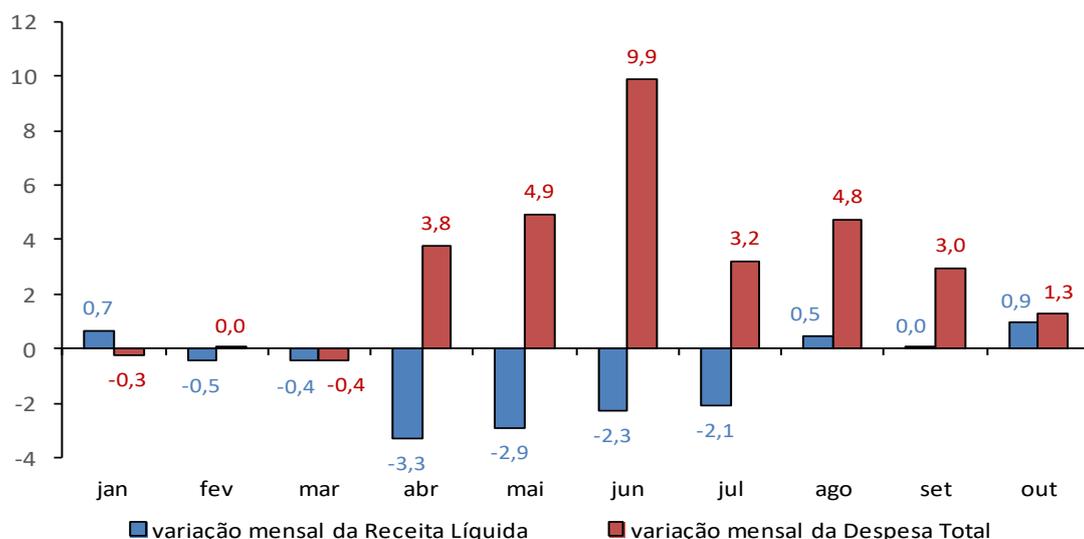


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (série desconsiderando capitalização da Petrobrás em set./10 e apropriação de “pedaladas fiscais” em dez./15).

Entre 2015 e 2019, a receita líquida caiu em termos reais em relação às despesas, que deixaram de crescer em termos reais e passaram a ser contidas, tanto por cortes em despesas discricionárias como por mudanças legais, afetando a trajetória futura de despesas obrigatórias. Nesse período, a queda das receitas líquidas foi contida principalmente por incremento em receitas extraordinárias, o que possibilitou uma redução gradual do déficit primário entre 2017 e 2019. No entanto, o contexto da crise de 2020 é único, levando à necessidade de uma política ativa de gastos fiscais. É notável no Gráfico 3.3 a brusca ruptura da trajetória da despesa total e a nova trajetória de queda da receita líquida.

Analisando o Gráfico 3.4, é possível verificar os meses ao longo de 2020 em que as receitas líquidas e as despesas mais variaram. Em termos da receita, a redução foi mais forte nos meses de abril a julho, tanto pelo impacto do distanciamento social na produção e na arrecadação, como por diferimento de recolhimento de receitas. É notável também que as receitas se estabilizaram a partir de agosto, e há pequena variação positiva na arrecadação em termos reais a partir desses meses, explicada tanto pela melhora na atividade econômica quanto pelo recebimento de receitas diferidas do primeiro semestre. Já em relação à despesa, percebe-se que há crescimento real a partir de abril e ao longo de todo ano, com maior expansão em junho, e redução dessa aceleração nos meses seguintes, na medida em que a política de gastos foi sendo implementada, principalmente relativa ao auxílio emergencial.

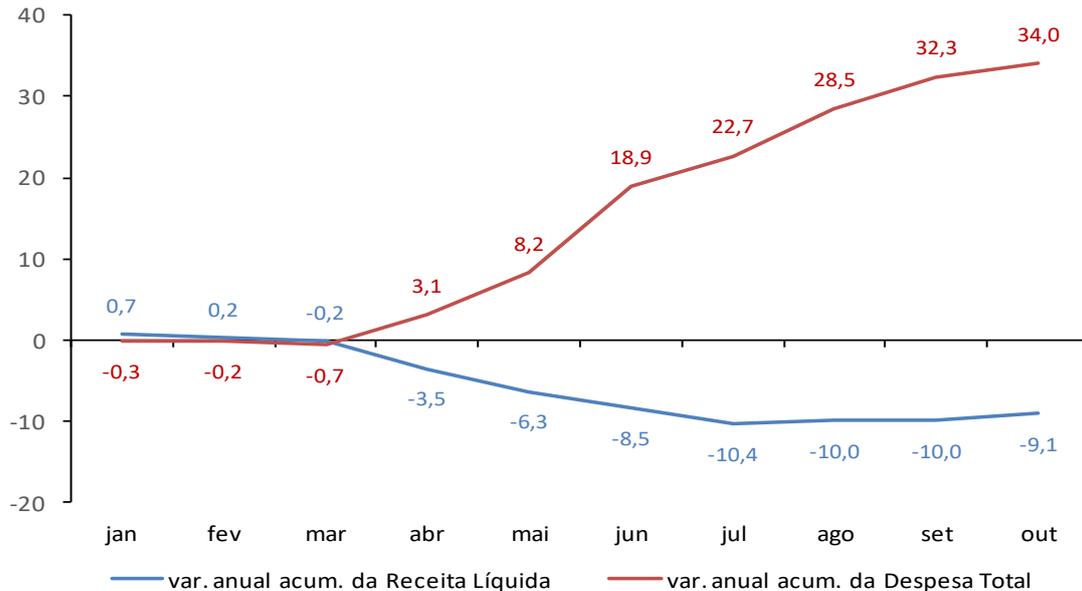
Gráfico 3.4 – Variação percentual mensal em 2020 da Receita Líquida e da Despesa Total do Governo Central, acumuladas em 12 meses, a preços de outubro de 2020 – jan./out. 2020



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

O Gráfico 3.5 apresenta a mesma tendência descrita anteriormente, porém na ótica da variação acumulada no ano em relação à Receita Líquida e à Despesa total de dezembro de 2019. Percebe-se que há aumento contínuo da despesa em termos reais, enquanto a receita líquida cai até julho e posteriormente se estabiliza nesse patamar, com leve redução em outubro.

Gráfico 3.5 – Variação percentual em relação a dezembro de 2019 da Receita Líquida e da Despesa Total do Governo Central em 2020, acumuladas em 12 meses, a preços de outubro de 2020 - jan./out. 2020



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

3.2 Juros Nominais

Os juros nominais pagos pelo setor público consolidado totalizaram R\$ 286,4 bilhões entre janeiro e outubro de 2020, conforme a Necessidade de Financiamento do Setor Público divulgada pelo Banco Central. Esse valor é 5,9% inferior, em termos nominais, aos R\$ 304,5 bilhões gastos com juros no mesmo período de 2019. Dessa forma, pode-se observar que, no período recente, houve redução dos gastos com juros, o que se explica principalmente pela significativa redução do custo da dívida atrelado à Selic. Em 2020, os juros nessa rubrica foram de R\$ 50,1 bilhões, enquanto esse valor atingiu R\$ 133 bilhões para o mesmo período de 2019.

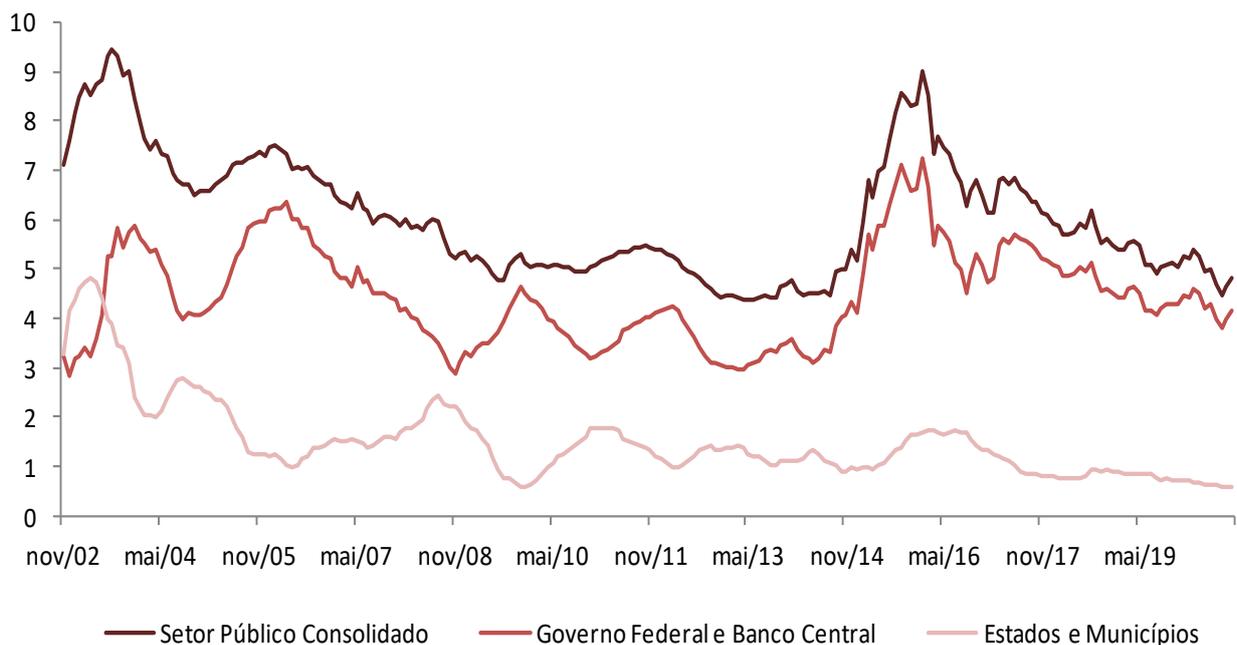
Essa diferença inclusive compensou os efeitos da variação cambial e o resultado de caixa das operações com *swaps* cambiais. Considerando a abertura por indexador dos Juros Nominais até outubro de 2020, o resultado das operações de *swap* cambial e dívida securitizada foi negativo em R\$ 74,1 bilhões. No mês de março, esse resultado foi de R\$ 31,3 bilhões. Assim, a elevada

desvalorização cambial gerou perdas em operações desse tipo, tornando o valor dessa rubrica significativo.

No somatório das demais rubricas de pagamento de juros, desconsiderando Selic e resultado de *swaps* cambiais, houve redução no pagamento total em relação ao mesmo período do ano anterior. Os juros pagos nos demais indexadores até outubro de 2020 foram de R\$ 162,2 bilhões, enquanto esse valor foi de R\$ 165,7 bilhões no mesmo período de 2019.

O Gráfico 3.6 apresenta os pagamentos de juros nominais acumulados em 12 meses em percentual do PIB. Há uma compensação de fatores nesse indicador, uma vez que há queda significativa da Selic, reduzindo o custo da dívida pública indexada nessa taxa, porém parcialmente compensada pelos resultados negativos de *swaps* cambiais. Além disso, com a crise, o indicador em percentual do PIB tende a crescer pela redução da atividade, mantendo esse indicador em patamar mais elevado. Atualmente, os juros nominais estão em torno de 4,8% do PIB estimado para 2020.

Gráfico 3.6 – Juros Nominais acumulados em 12 meses (NFSP), em % PIB – nov./2002-out./2020



Fonte: Banco Central do Brasil.

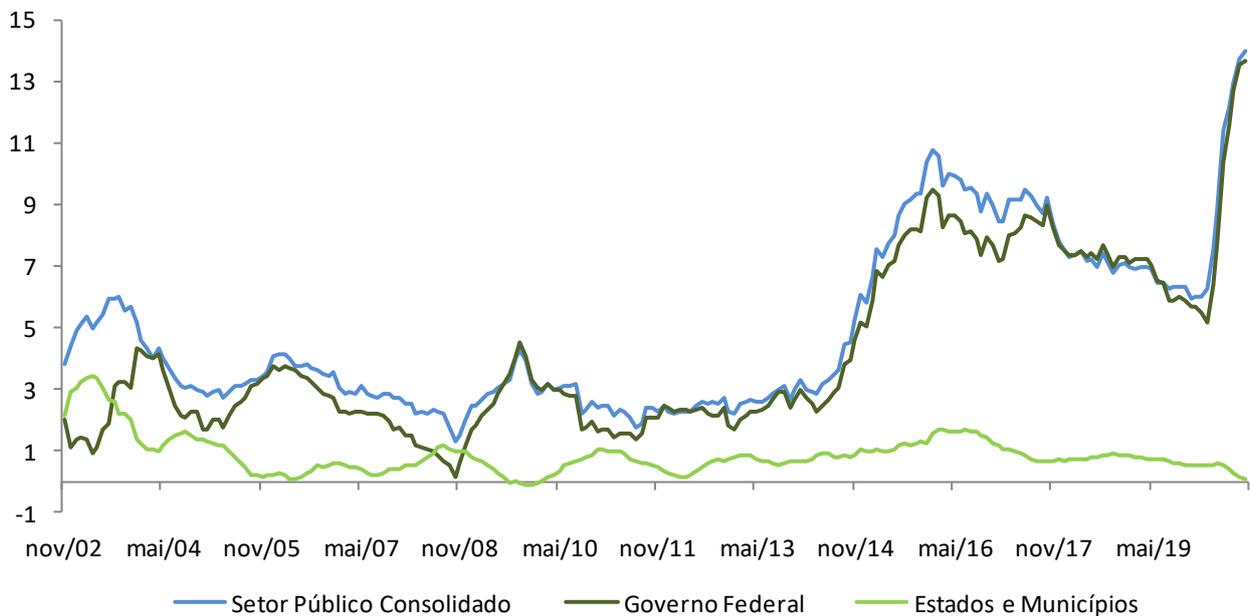
3.3 Resultado Nominal

O resultado nominal do setor público consolidado entre janeiro e outubro de 2020 foi deficitário em R\$ 919,5 bilhões. No acumulado em 12 meses, esse valor chegou a R\$ 1 trilhão em outubro, representando 13,95% do PIB. É a primeira vez na série histórica que o déficit nominal

atinge o patamar trilionário. Conforme as projeções do Ministério da Economia divulgadas ao final de setembro desse ano, considerando o cenário base de queda de 4,70% do PIB e a estimativa de déficit primário de R\$ 895 bilhões (12,5% do PIB), o déficit nominal deve superar o valor de R\$ 1,2 trilhão, ficando em torno de 17,2% do PIB.

O Gráfico 3.7 apresenta a evolução das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) pelo conceito nominal, acumuladas em 12 meses a partir de novembro de 2002. A partir do mesmo, é possível perceber que o patamar recorde do déficit nominal de 2015, em torno de 10% do PIB, será pequeno em comparação com o déficit de 2020. O indicador em percentual do PIB é afetado tanto pelo déficit primário recorde como pela queda do PIB decorrente da crise econômica.

Gráfico 3.7 – Déficits Nominais acumulados em 12 meses (NFSP), em % PIB - nov./2002-out./2020



3.4 Dívida do Setor Público

Dívida Líquida do Setor Público

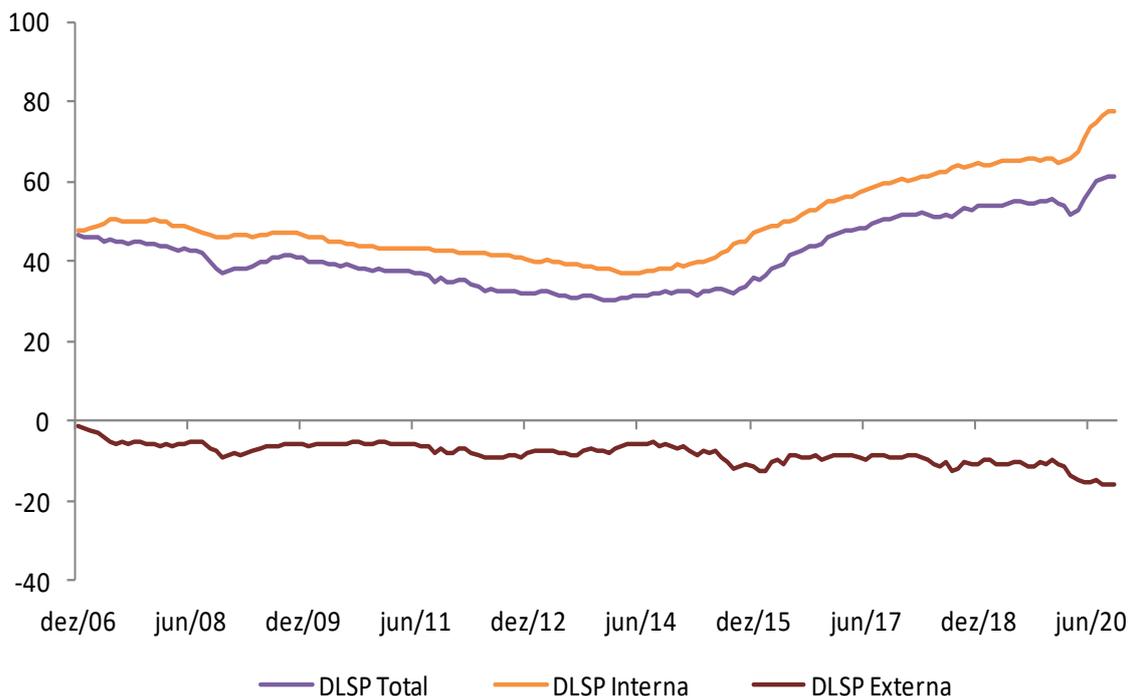
A Dívida Líquida do Setor Público Consolidado atingiu, em outubro de 2020, o valor de R\$ 4,43 trilhões, atingindo o patamar de 61,2% do PIB, o que corresponde a uma alta, em termos nominais, em torno de 12% em relação ao mesmo mês de 2019, em que a DLSP correspondia a R\$ 3,96 trilhões (55,1% do PIB). Ao longo de 2020, a Dívida Líquida cresceu 5,5% do PIB. Trata-se de uma aceleração significativa, proporcionada pelo déficit e pela queda do PIB, porém compensada pela variação recente da DLSP Externa proporcionada pela variação cambial. Em relação ao final de 2019, a dívida

líquida externa passou de R\$ -709 bilhões (-9,8% do PIB) para R\$ -1,16 trilhão (-16,1% do PIB). Assim, principalmente por este efeito “preço”, a trajetória de crescimento da dívida líquida foi parcialmente compensada.

A DLSP Interna, por sua vez, atingiu R\$ 5,6 trilhões, atingindo o patamar de 77,3% do PIB em outubro de 2020, valor 19,2% superior, em termos nominais, em relação ao mesmo mês do ano anterior, e 18% superior ao valor de dezembro de 2019, no qual a Dívida Líquida Interna atingiu R\$ 4,75 trilhões (65,5% do PIB). Dessa forma, no acumulado do ano, a DLSP interna cresceu 11,8% do PIB.

O Gráfico 3.8 apresenta as trajetórias da DLSP Total, Interna e Externa. É possível perceber como o aumento da dívida interna é mitigado pelo efeito da desvalorização cambial a partir do início de 2020. No entanto, há tendência de crescimento dessa relação no longo prazo, principalmente pelo crescimento da DLSP Interna, movida pelos déficits nominais recordes e pela queda do PIB.

Gráfico 3.8 – Dívida Líquida do Setor Público, em % PIB - dez./2006-out./2020



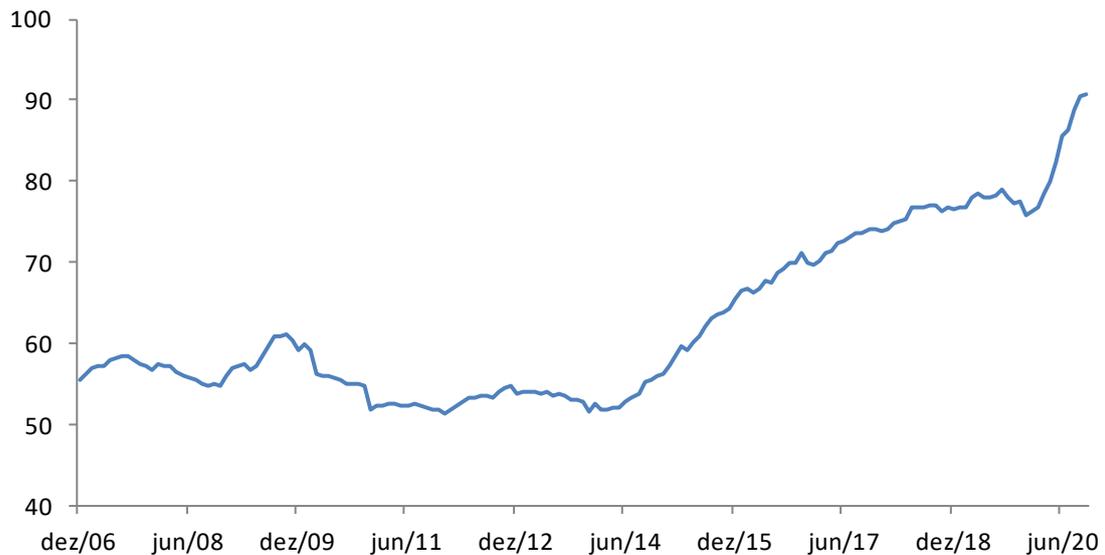
Fonte: Banco Central do Brasil.

Dívida Bruta do Governo Geral

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) totalizou em outubro de 2020 R\$ 6,57 trilhões, correspondendo a 90,7% do PIB. Esse valor é 19,5% superior aos R\$ 5,5 trilhões correspondentes ao

final de 2019, equivalente a 75,8% do PIB. Dessa forma, a trajetória de crescimento da Dívida Bruta, que parecia estar se estabilizando em relação ao PIB, voltou a crescer, tendendo para uma trajetória de rápida aceleração. Apenas em 2020, a DBGG cresceu aproximadamente 15% do PIB. Esse efeito se deve não só aos déficits recordes, mas também à queda do PIB. Nesse ritmo, e considerando as projeções estimadas pela STN para o déficit primário, espera-se que a DBGG termine o ano de 2020 próxima de 95% do PIB.

Gráfico 3.9 – Dívida Bruta do Setor Público, em % PIB - dez./2006-out./2020



Fonte: Banco Central do Brasil.

3.5 Tendências Futuras

Os gastos de combate à pandemia em 2020 são um programa de estímulo fiscal de magnitude sem precedentes para o contexto atual, principalmente considerando que a principal fonte de recursos para a medida foram créditos extraordinários cobertos por emissão de dívida do Tesouro Nacional. Trata-se de um contexto único, e que se impõe no combate a uma pandemia em escala global. Ao mesmo tempo, criou o maior déficit primário desde os anos 2000 e elevou significativamente a dívida pública.

No curto prazo, parece não haver problema para o financiamento desse déficit, uma vez que não há dificuldade na colocação de títulos no mercado atualmente. No entanto, esse processo, além de expandir o volume da dívida, alterou seu prazo médio de vencimento, com maior participação de títulos de curto prazo, e aumentou a sensibilidade em relação a eventuais choques de juros.

Em relação ao exercício de 2021, a política fiscal está rodeada de incertezas, sendo a principal a continuidade ou não de políticas de combate à pandemia, principalmente no caso de uma segunda onda. A ideia do governo segue sendo a de não necessitar renovar as flexibilidades das regras fiscais de 2020 por meio do decreto de calamidade pública ou de regras como o “Orçamento de Guerra”, e lidar com uma continuidade da pandemia com instrumentos fiscais de impacto nulo no exercício, como antecipação de benefícios e diferimento de tributos. No entanto, sem flexibilizar o Teto de Gastos e a Regra de Ouro, o processo de lidar com a pandemia e com uma campanha de vacinação nacional pode ser inviável.

Soma-se a isso o conflito político e eleitoral que permeia a corrida atual pela vacina, que pode atrasar o processo e condenar a população a maior período de sofrimento com a pandemia. Atualmente, esse processo coloca em risco a disponibilização rápida e eficaz de uma vacina para a população. O Governo Federal aderiu ao *Covax Facility*, disponibilizando 2,5 bilhões de reais para a iniciativa global que permite disponibilização de até 9 vacinas em desenvolvimento. No entanto, a adesão brasileira permite apenas cobertura de 10% da população.

Mesmo em um cenário otimista, em que não se confirme uma segunda onda que requeira novo maior isolamento social e a vacinação seja possível ainda no primeiro semestre de 2021, não há certeza quanto à retomada de crescimento de forma sustentada. Atualmente, a política econômica é expansionista não só no Brasil, mas na maior parte dos países do mundo, com políticas fiscais ativas no combate à pandemia e baixas taxas de juros globais. No caso brasileiro, há câmbio depreciado e a crise gerou queda de salários e desemprego elevado, o que, considerado em conjunto, pode representar um contexto de demanda aquecida e custos baixos, para retomada de uma trajetória de crescimento. No entanto, é necessário considerar o elevado nível de endividamento resultante das políticas atuais, tanto público quanto privado.

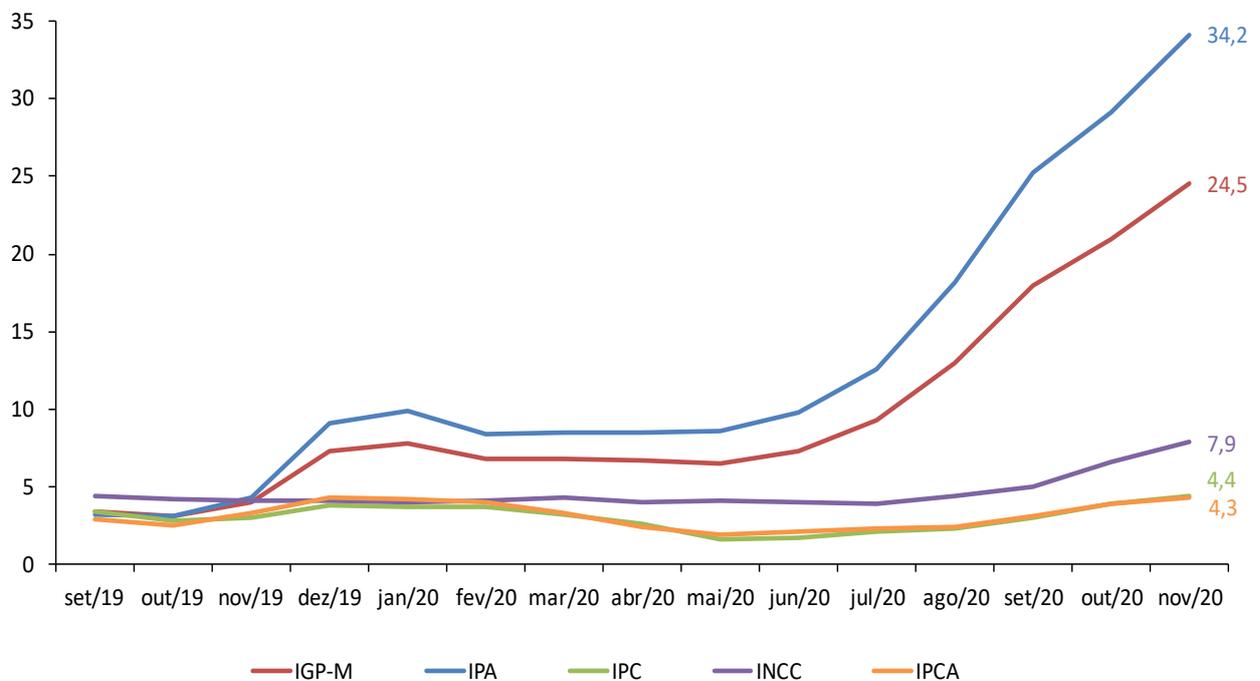
Por fim, é também incerto se um cenário de crescimento desse tipo é suficiente para sustentar uma recuperação da receita líquida em termos reais, para compatibilizar despesas públicas recorrentes. Desde 2015, a evolução da receita está no cerne da questão fiscal, porém a agenda de reformas trata apenas de cortes e flexibilização de despesas obrigatórias. Atualmente, o patamar de gastos de despesas discricionárias em termos reais já retornou ao mesmo nível de 2010, e segue pressionado, colocando em dúvida a sua sustentabilidade.

Henrique de Abreu Grazziotin

4 INFLAÇÃO: estourando o teto na metade de 2021

A taxa de inflação continua a mostrar um comportamento relativamente benigno no agregado, mas com grande variabilidade setorial. Nos últimos doze meses até novembro a inflação ao consumidor atingiu 4,31%. Esse valor poderá se elevar um pouco em dezembro em função da mudança abrupta das bandeiras tarifárias de energia elétrica, que passaram de verde para vermelha nível 2. Quando agregamos a esse fato a continuidade da pressão sobre a inflação de alimentos e os desequilíbrios setoriais entre oferta e demanda, gerados pela quarentena, temos um cenário de uma inflação ligeiramente acima da meta determinada para o ano de 2020 (4%).

Gráfico 4.1 - Inflação em 12 meses, IPCA e IGP-M e seus componentes, em % - set./19-nov./20



Fonte: FGV e IBGE.

Há, contudo, riscos de elevação significativa da inflação nos próximos meses. Em primeiro lugar, há riscos derivados do comportamento dos preços no atacado. Como mostra o Gráfico 4.1, a inflação no atacado tem sido significativamente maior que a inflação ao consumidor. Nos últimos doze meses até novembro, o IPA variou 34,2%. Essa elevada inflação é fruto da combinação não usual de uma elevação dos preços de *commodities* em dólar no mercado internacional com uma

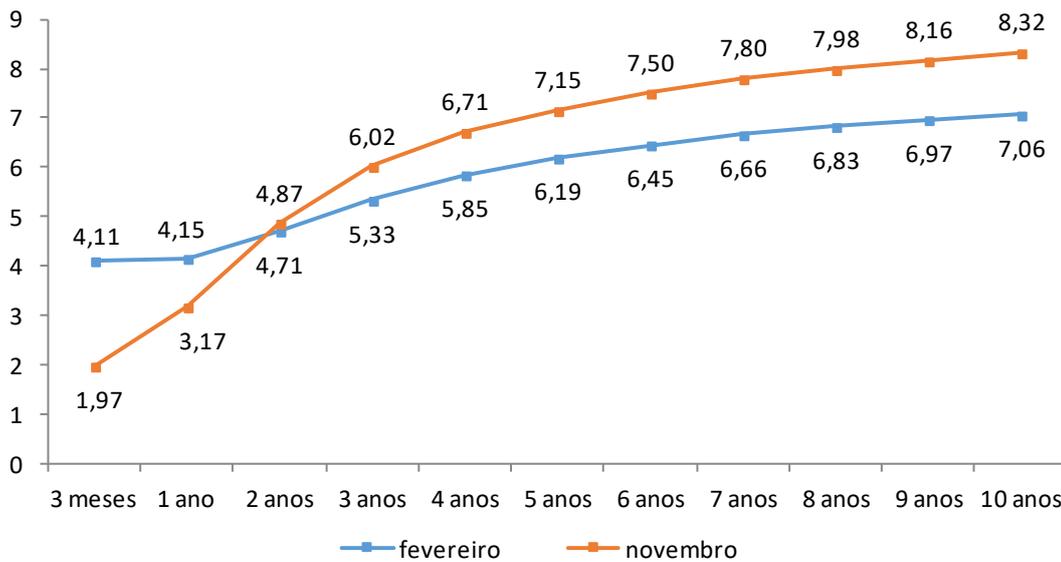
forte desvalorização da taxa de câmbio ao longo de 2020. Ao contrário do que normalmente ocorre em países exportadores de *commodities*, a elevação dos preços de exportação, e consequentemente dos termos de troca no Brasil, não gerou a usual valorização do real. Ao contrário, com juros de curto prazo reduzidos em relação aos demais países emergentes e com um elevado risco fiscal, a taxa de câmbio se desvalorizou significativamente em 2020. Em um cenário de câmbio acima dos 5 R\$/US\$ e com desequilíbrios setoriais entre oferta e demanda é provável que uma parte da inflação do varejo se transmita para o atacado no primeiro semestre de 2021. Nesse cenário, a taxa de inflação acumulada em doze meses ultrapassaria os 6% no mês de maio ou junho. Note-se que a inflação observada nos primeiros meses de 2020 foi relativamente baixa e o primeiro efeito da pandemia/quarentena foi deflacionário. Assim, a inflação em doze meses tenderá a crescer no primeiro semestre de 2021.

Em segundo lugar, há evidências de que as expectativas de inflação não são totalmente racionais no Brasil, isso é, agentes formam suas expectativas para o futuro olhando, mesmo que parcialmente, para o passado¹¹. Nesse sentido, uma inflação elevada no primeiro semestre de 2021 poderá ter um efeito de inércia significativo para o segundo semestre do ano, fazendo com que a inflação de 2021 fique bem acima da meta de 3,75%. Tal fenômeno não se observa atualmente, com as projeções para o final de 2021, tanto do Banco Central (3,4%) quanto do mercado (3,34%), estando abaixo da meta.

O primeiro semestre de 2021 será realmente desafiador e o cenário inflacionário é apenas um dos elementos de risco. O cenário de financiamento da dívida pública é um segundo desafio significativo. Como mostra o Gráfico 4.2, embora as taxas de juros de curto prazo (três meses) tenham caído significativamente, acompanhando a Selic, a curva de juros “empinou”. Ou seja, o financiamento de longo prazo, mais significativo para o Tesouro Nacional e para o investimento empresarial, na verdade, está mais elevado que antes da pandemia.

¹¹ Ver a esse respeito, FASOLO, A. M. e PORTUGAL, M. S. (2004) “Imperfect Rationality and Inflationary Inertia: A new estimation of the Phillips Curve for Brazil”, *Estudos Econômicos*, v. 34, p. 725-776 e também PORTUGAL, M. S. e PALMA, A. A. (2009), “Análise empírica da formação de expectativas de inflação no Brasil: uma aplicação de redes neurais artificiais a dados em painel”, *Revista de Economia Contemporânea* (Impresso), v. 13, p. 391-437.

Gráfico 4.2 - Estrutura a termo da taxa de juros no Brasil, em % ao ano



Fonte: Ambima.

Nota: referente ao último dia de cada mês.

Para não sancionar taxas mais elevadas, o Tesouro vem encurtando o prazo da dívida pública, elevando significativamente a parcela da dívida de curto prazo. Isso é feito tanto com o lançamento de títulos mais curtos do Tesouro, quanto pelo “repasse” de parte do financiamento do Tesouro Nacional para o Banco Central. Nesse contexto a transferência dos “lucros” do Banco Central para o Tesouro implicou uma troca de dívida em títulos do Tesouro por operações compromissadas do Banco Central, que pagam a Selic. Esse expediente funciona bem no curto prazo, mas terá dificuldade de ser mantido por muito mais tempo sem um ajuste das contas do Tesouro Nacional.

Marcelo Portugal

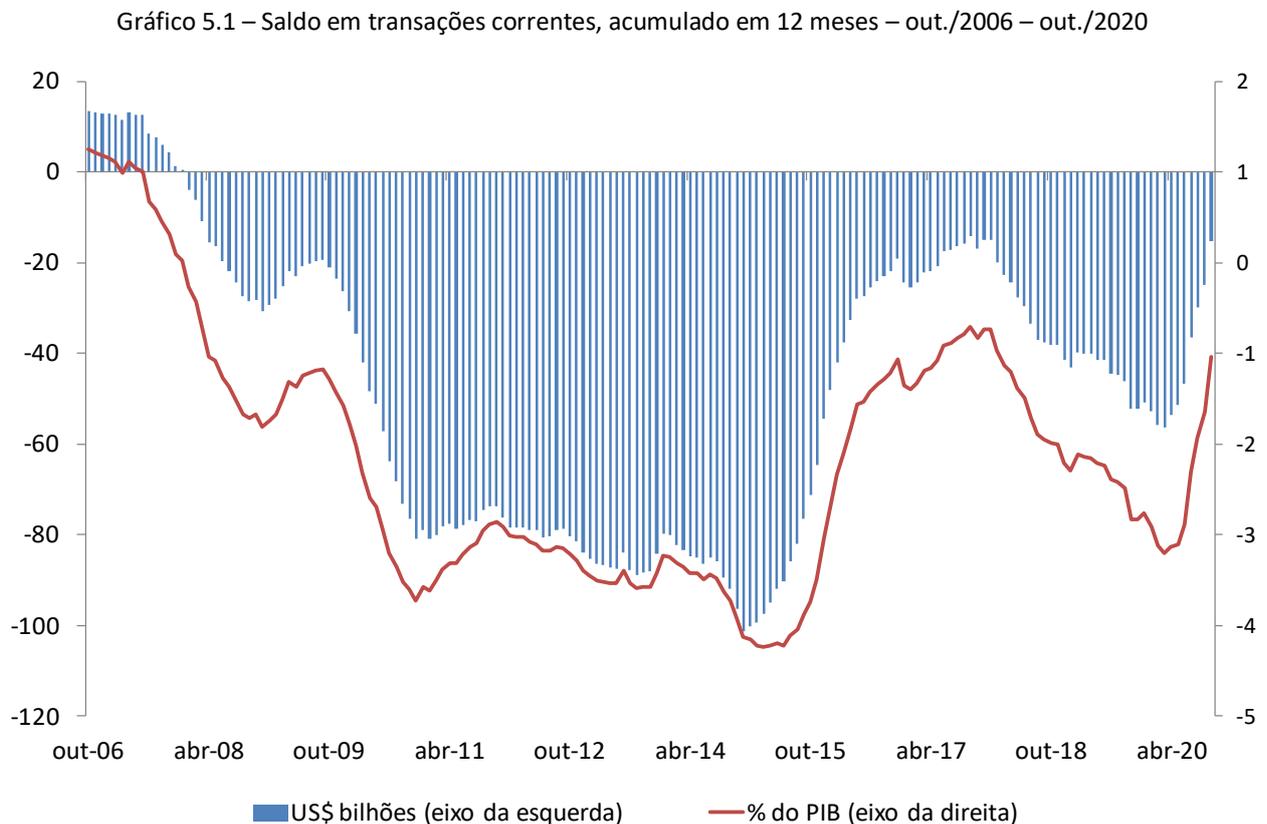
5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: a pandemia e a redução do déficit em transações correntes

Um dos principais impactos da pandemia da Covid-19 nas contas externas brasileiras é a interrupção na trajetória de crescimento do déficit em transações correntes, a partir do mês de abril. O saldo acumulado no ano até outubro de 2020 foi de -US\$ 7,6 bilhões, enquanto no mesmo período do ano anterior esse saldo negativo era de US\$ 42,9 bilhões. Em 12 meses, o déficit em transações

correntes totalizou US\$ 15,3 bilhões, o que representa 1,04% do PIB, de acordo com o Gráfico 5.1 e a Tabela 5.1.

Esse resultado é atribuído ao recuo no déficit da renda primária (da ordem de US\$ 13,2 bilhões) e dos serviços (em US\$ 12,2 bilhões), assim como pelo aumento no saldo comercial (de US\$ 9,0 bilhões). A pandemia da Covid-19 pode ser considerada a principal explicação para o desempenho dessas três contas.

Isso porque a crise econômica e a depreciação cambial, entre outros, desestimularam as remessas líquidas de lucros e dividendos ao exterior. Já a redução na circulação de pessoas inibiu os gastos com viagens internacionais, enquanto a queda da atividade econômica, provocada pela pandemia, reduziu a demanda por importações.



Fonte: Banco Central do Brasil.

Quanto aos dados da balança comercial, no acumulado de janeiro a outubro de 2020, em relação ao mesmo período de 2019, as exportações caíram US\$ 14,7 bilhões e totalizaram US\$ 174,8 bilhões. Já as importações registraram uma queda mais intensa (US\$ 23,8 bilhões) e somaram US\$ 133,2 bilhões. Desse modo, o saldo comercial acumulado nos primeiros dez meses de 2020 foi de

US\$ 41,5 bilhões, portanto 27,8% acima do resultado de 2019. Ao considerar os últimos 12 meses encerrados em outubro, a balança comercial acumulou superávit de US\$ 49,5 bilhões.

No que concerne ao saldo da conta de serviços, o déficit acumulado de janeiro a outubro foi de US\$ 17,0 bilhões, uma queda de 41,7% em relação ao mesmo intervalo de 2019. Isso pode ser explicado, principalmente, pela queda de US\$ 7,7 bilhões das despesas líquidas com viagens internacionais, o que significa uma retração de 78,3%, em um dos setores mais afetados pela pandemia da Covid-19.

Já o déficit da renda primária caiu 27,9%, ao comparar o resultado acumulado no período janeiro-outubro de 2020, com o mesmo intervalo em 2019. O destaque é a redução nas despesas líquidas de lucros e dividendos para US\$ 16,5 bilhões, inferior ao resultado do mesmo intervalo de 2019 (US\$ 26,2 bilhões).

Tabela 5.1 – Balanço de pagamentos do Brasil, em US\$ bilhões – 2019-2020

	jan.-out./2019	jan.-out./2020	acumulado em 12 meses
I. Transações correntes	-42,9	-7,6	-15,3
Balança comercial	32,5	41,5	49,5
Exportações	189,5	174,8	211,1
Importações	157,0	133,2	161,6
Serviços	-29,2	-17,0	-22,9
Rendas primárias	-47,3	-34,1	-44,1
Rendas secundárias	1,1	2,0	2,1
II. Conta capital	0,3	0,3	0,4
III. Conta financeira (1)	-45,7	-7,1	-11,3
Investimento direto líquido	-39,5	-46,8	-53,6
Investimento em carteira (2)	18,2	34,0	36,8
Outros investimentos	-11,2	17,9	30,6
Ativos de reserva	-13,2	-12,2	-25,1
Erros e omissões	-3,1	0,2	3,6

Fonte: Banco Central do Brasil (Estatísticas do Setor Externo, nota à imprensa divulgada em 26.5.20).

(1) Na conta financeira, o resultado negativo representa um aumento nos passivos externos e um ingresso de divisas no País, e vice-versa.

(2) Inclui derivativos.

Quanto às contas financeiras, no acumulado dos oito meses de 2020, o investimento direto líquido foi de US\$ 46,8 bilhões, ante US\$ 39,5 bilhões no mesmo período de 2019. Vale destacar que

esse resultado é atribuído, principalmente, aos desinvestimentos de brasileiros no exterior, haja vista o investimento direto no país ter registrado queda aproximada de 44,6%, no intervalo observado.

Já o investimento em carteira e derivativos levou a uma saída de capitais da ordem de US\$ 34,0 bilhões, principalmente no mês de março, o período de maior estresse nos mercados financeiros internacionais. Ao considerar o resultado do mês de outubro, essa conta registrou a entrada de capitais de US\$ 4,6 bilhões. Por sua vez, a categoria de outros investimentos registrou saída de US\$ 17,9 bilhões, em janeiro-outubro de 2020.

Dessa forma, o país acumulou US\$ 12,2 bilhões em reservas internacionais nesse intervalo. Quanto aos fluxos autônomos de financiamento, ou seja, excluídas as variações nas reservas internacionais, nos últimos 12 meses, a entrada de divisas de investimento direto líquido foi mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes.

Desempenho das exportações e importações

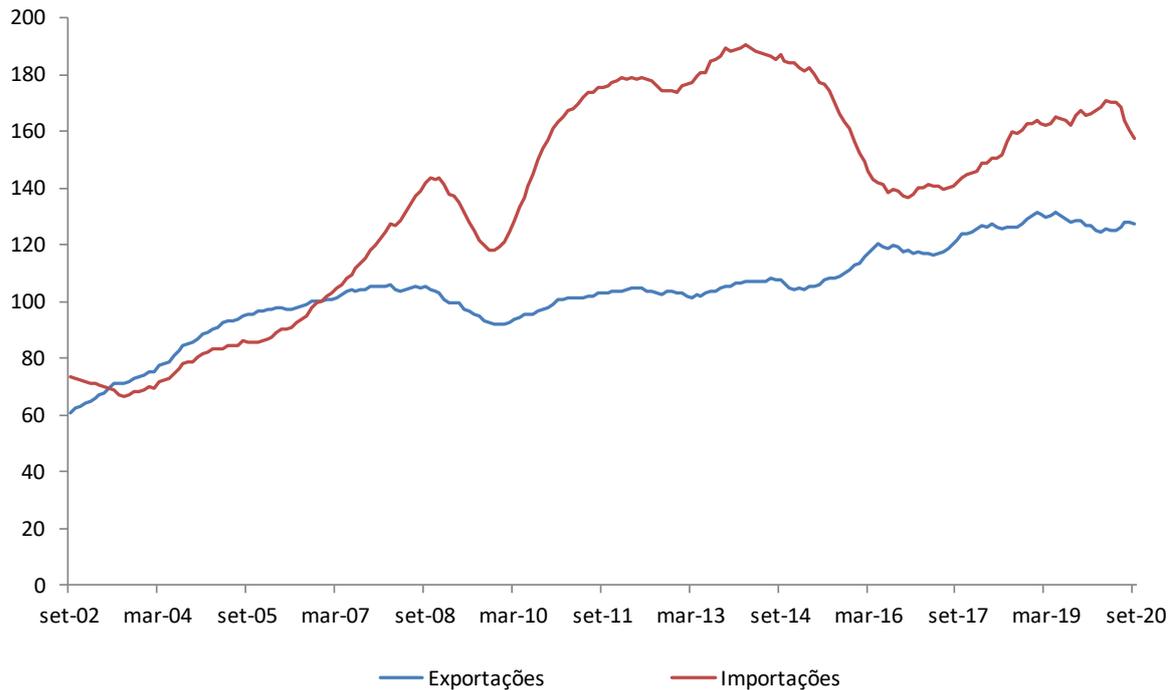
Os indicadores do comércio externo sinalizam uma queda no valor das importações (15,9%) e das exportações (7,9%), ao considerar os dados acumulados no ano de 2020, até o mês de outubro. A combinação desses resultados possibilitou um aumento no saldo comercial brasileiro.

Com relação aos preços das exportações, houve uma queda de 8,1%, ao considerar os dados acumulados no ano até setembro, enquanto os volumes exportados cresceram 0,9%, no período. Esse último dado é explicado pelo aumento das exportações dos bens básicos e semimanufaturados, o que mais do que compensou a queda nos manufaturados.

Sob a ótica das importações, houve uma redução nos primeiros nove meses tanto no volume (7,0%), quanto nos preços (8,2%). A queda na demanda relacionada à crise econômica pode ser considerada a principal razão para esse desempenho.

No que tange aos dados acumulados em 12 meses até setembro, a queda no *quantum* das importações é quase cinco vezes maior do que a das exportações, em relação ao mesmo mês do ano anterior, conforme o Gráfico 5.2. No entanto, o desejável processo de recuperação econômica tende a elevar a pressão sobre as compras externas.

Gráfico 5.2 – Índices de *quantum* das exportações e importações, base 2006 = 100, em média móvel de 12 meses – set./2002 – set./2020



Fonte: Funcex.

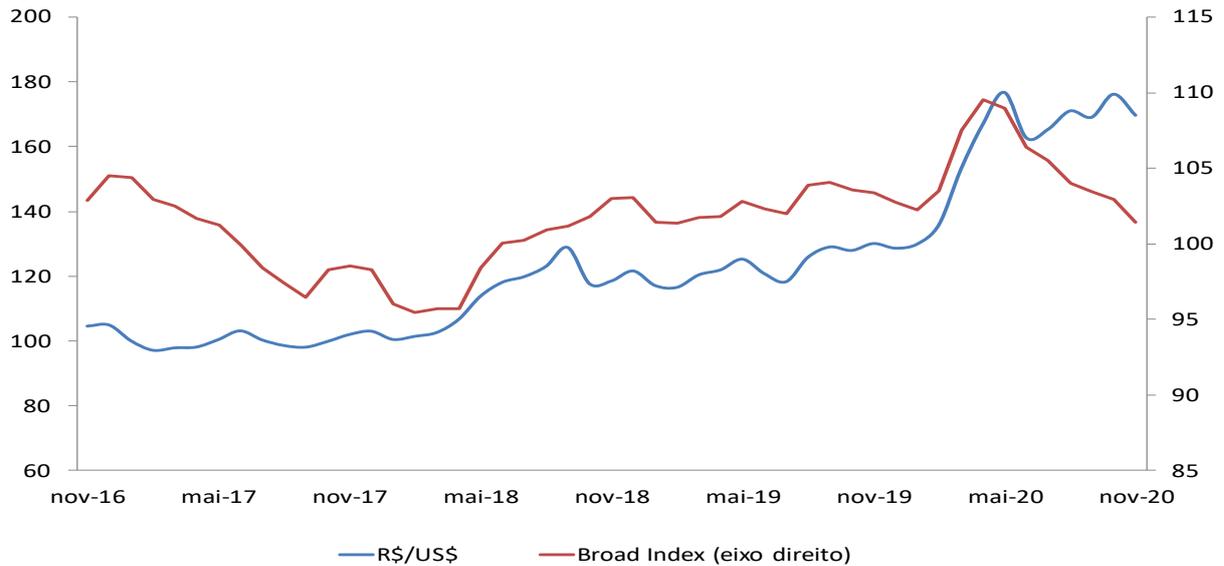
Reservas internacionais e taxa de câmbio

Durante a pandemia da Covid-19, o real se depreciou abruptamente, inicialmente, seguindo o movimento internacional de valorização do dólar (Gráfico 5.3). Diante das incertezas da crise do Covid-19, foram registradas saídas de capitais de mercados emergentes e em desenvolvimento em direção a países com melhor posição na hierarquia internacional de moedas, especialmente os Estados Unidos.

Na segunda metade do ano houve um descolamento entre as variáveis, o que pode ser relacionado, entre outros, ao expansionismo monetário dos países centrais, por um lado, e à manutenção das taxas de juros brasileiras em um piso histórico, por outro.

Assim, a cotação média do dólar alcançou R\$ 5,63, no mês de outubro. Já a partir de novembro e no início do mês de dezembro pode ser observada uma tendência de queda na taxa de câmbio (R\$/US\$), frente a um maior otimismo nos mercados financeiros internacionais. Como exemplo, no penúltimo mês de 2020, o dólar ficou cotado em média em R\$ 5,42, o que representa uma apreciação cambial mensal de 3,7%.

Gráfico 5.3 – Índices de taxa de câmbio nominal do real e de uma cesta de moedas (*broad dollar index*) em relação ao dólar, base 2017 = 100 – nov./2016 – nov./2020

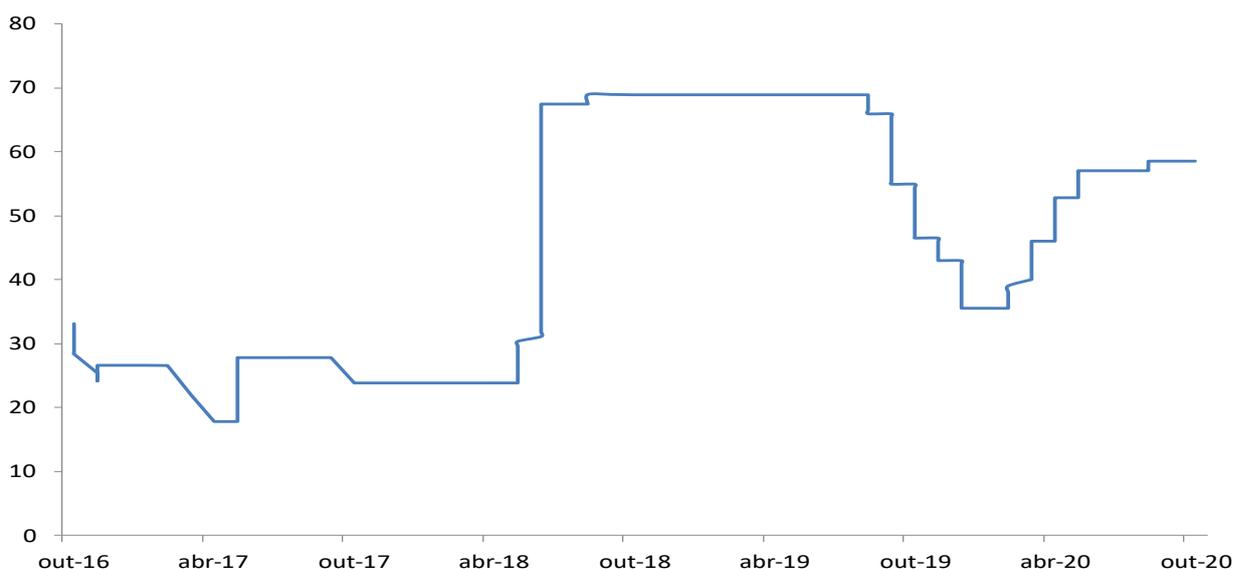


Fontes: Banco Central do Brasil e *Federal Reserve Board*.

Nota: Índice da taxa de câmbio no eixo esquerdo e *Broad Dollar Index* no eixo direito.

Quanto ao estoque de contratos de *swaps* cambiais (Gráfico 5.4), ao longo de 2020, verificou-se inicialmente um crescimento nos valores desses contratos, seguido de uma relativa estabilização. No último dia do mês de outubro, a posição líquida das operações de *swap* pelo Banco Central do Brasil estava passiva em US\$ 58,5 bilhões.

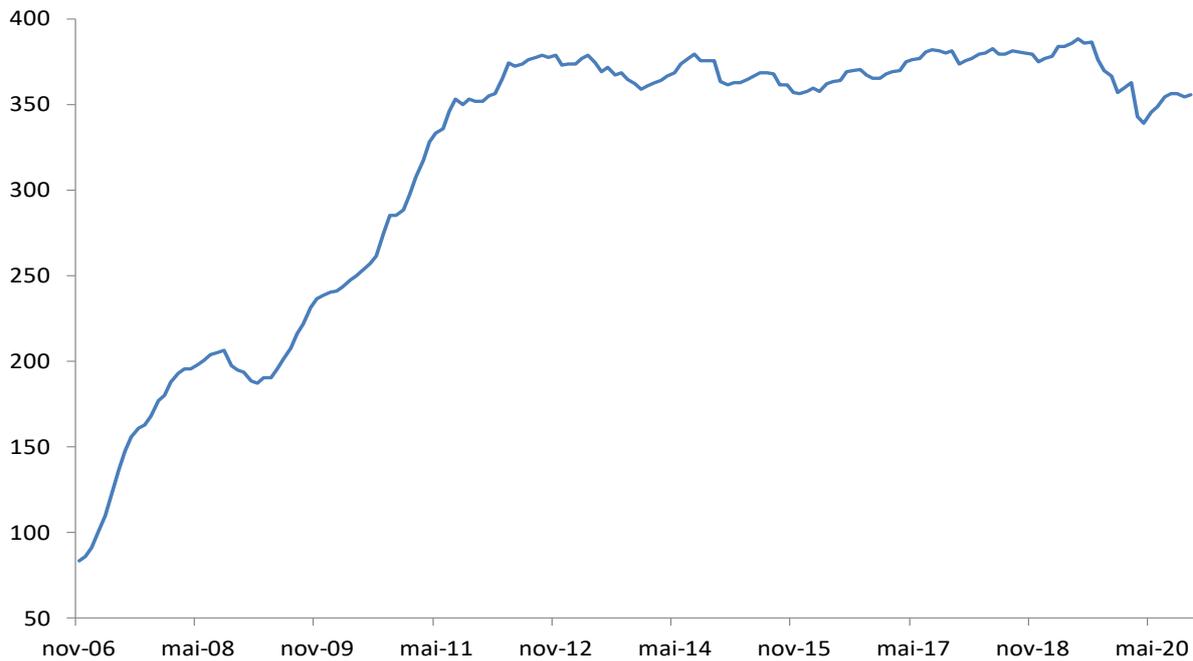
Gráfico 5.4 – Saldo líquido das operações de *swap* cambial, em US\$ bilhões – out./2016 – out./2020



Fonte: Banco Central do Brasil (Nota à imprensa do mercado aberto, out./20).

No que se refere aos ativos de reservas oficiais, em novembro de 2020, o estoque de reservas internacionais alcançou US\$ 356,0 bilhões, o que representa um aumento de US\$ 1,5 bilhão, quando comparado ao mês anterior. Vale lembrar que, nos meses de março e abril, houve uma redução importante no estoque de reservas internacionais, seguidos por uma recuperação nos meses subsequentes. Dessa forma, em novembro, o estoque de reservas permanecia ligeiramente abaixo da posição de fevereiro, que era de US\$ 362,5 bilhões.

Gráfico 5.5 – Ativos de reservas oficiais, em US\$ bilhões – nov./2006 – nov./2020



Fonte: Banco Central do Brasil.

Impactos da Covid-19 e perspectivas

O desempenho das contas externas do Brasil, nos primeiros dez meses de 2020, reflete os impactos da Covid-19 na economia doméstica. Dessa forma, a tendência de crescimento do déficit em transações correntes, do período anterior à pandemia, sofreu uma inflexão em 2020. Isso ocorreu em meio à queda nas importações de uma economia em crise, à redução dos gastos em viagens internacionais, um dos setores mais afetados pela pandemia, e ao desestímulo às remessas líquidas de lucros e dividendos ao exterior.

Por sua vez, nas contas financeiras, a Covid-19 intensificou a saída de capitais referente ao investimento em carteira e derivativos, a qual já vinha sendo observada no período anterior à

pandemia. Já o investimento direto no país registrou uma redução importante na entrada de dólares no Brasil (e no mundo), o que foi mais do que compensado pelos desinvestimentos de brasileiros no exterior.

Quanto às perspectivas para o próximo ano, se a onda de otimismo em torno da vacinação no mundo e a política monetária expansionista dos países centrais permanecerem, podem ser esperadas condições financeiras internacionais favoráveis aos países emergentes. Do ponto de vista comercial, se a recuperação econômica mundial for semelhante ao período após a Crise Financeira Global (2008-2009), pode ser observado um movimento de crescimento nos preços das *commodities* exportadas pelo país. Por outro lado, os conflitos comerciais e as dificuldades dos principais países compradores podem prejudicar as vendas industriais do Brasil.

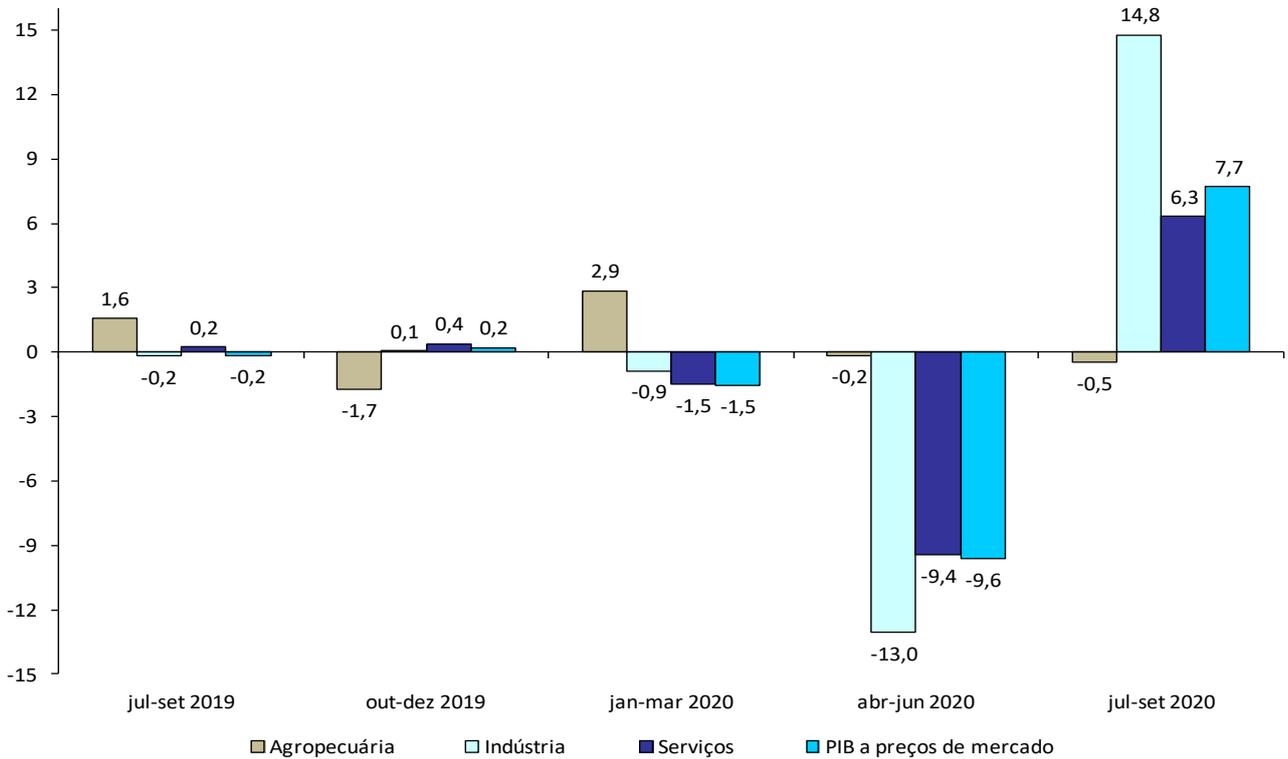
Ademais, quando iniciar o processo de recuperação da economia, espera-se um aumento das importações, as quais são pró-cíclicas e, portanto, tendem a acompanhar a dinâmica do PIB. Cumpre notar, por fim, o elevado grau de incerteza que predomina na economia brasileira e mundial, especialmente enquanto o vírus se disseminar pelo país e pelo mundo.

Alessandro Donadio Miebach e Clarissa Black

6 NÍVEL DE ATIVIDADE: recuperação parcial e muita incerteza pela frente

As informações do IBGE sobre o desempenho da economia brasileira no terceiro trimestre do ano mostram uma recuperação parcial do tombo provocado pelo distanciamento social e a consequente paralisação das atividades no primeiro semestre do ano. A taxa de crescimento do PIB no terceiro trimestre frente ao segundo, com ajuste sazonal, foi de 7,7% (Gráfico 6.1), com destaque positivo da Indústria (14,8%), para o que contribuiu com muita força a Indústria de transformação (23,7%). É claro que estas taxas elevadas só foram possíveis porque a base de comparação, o segundo trimestre, era muito baixa, visto que naquele momento houve uma quase paralisação das atividades pela pandemia.

Gráfico 6.1 - Taxas de crescimento do PIB brasileiro, pela ótica da oferta, trimestre contra trimestre anterior, com ajuste sazonal, em % - 2019/2020



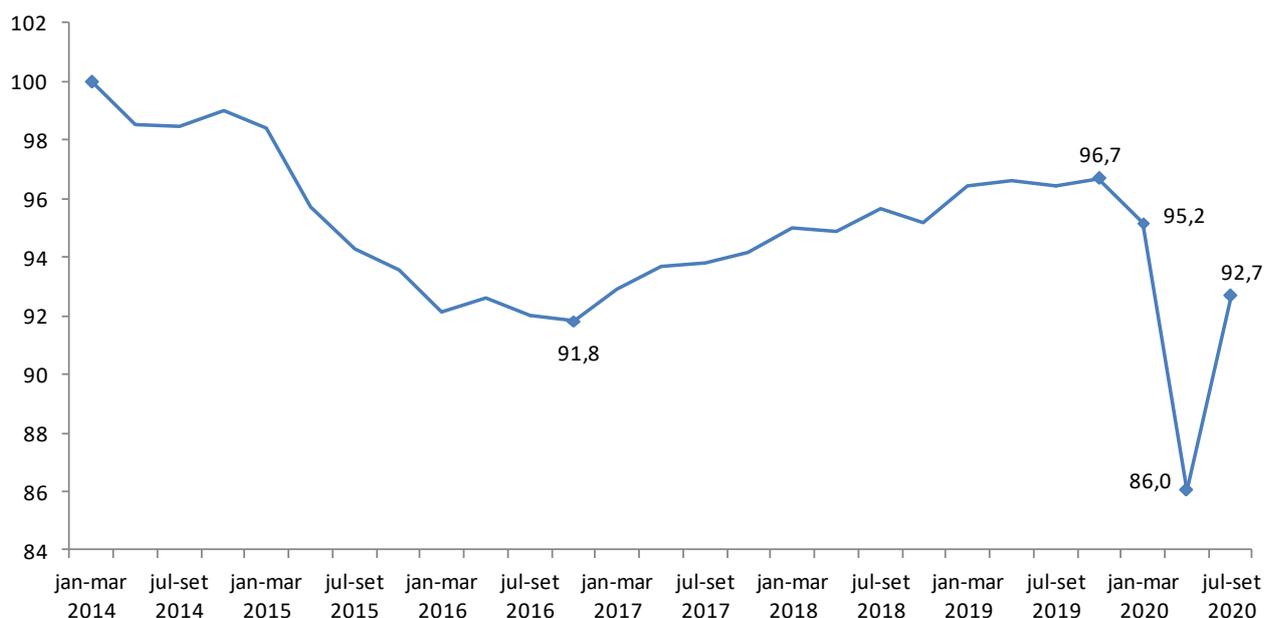
O destaque negativo do terceiro trimestre é o de Serviços (6,3%), depois de ter exibido uma queda de 9,4% no trimestre anterior. Dado seu peso de aproximadamente três quartos do PIB, um desempenho ruim “puxa” a média para baixo. Ocorre que as condições especiais do distanciamento social trouxeram um efeito negativo especial para o setor, que exige em muitos casos a presença física de seus consumidores para a execução do serviço, como nas atividades de lazer, restaurantes e turismo. Passado o ajuste inicial e tendo tempo para elaborar planos de atuação com mais segurança, a Indústria e mesmo a Agropecuária conseguiram retomar as atividades no terceiro trimestre, o que não aconteceu em boa parte dos Serviços.

Pela ótica da demanda, no terceiro trimestre, destacam-se os crescimentos da Formação bruta de capital fixo (11,0%) e do Consumo das famílias (7,6%), movimentos esperados diante da base de comparação muito fraca¹².

¹² Há que se relativizar as taxas de variação da Formação bruta de capital fixo (FBKF), pois, tal como noutras situações, no primeiro trimestre do ano houve o registro de plataformas de petróleo que já operavam no País (Efeito Repetro), o que elevou artificialmente a taxa daquele trimestre (2,4%). No segundo trimestre houve uma natural queda (-16,5%), quando comparado ao primeiro, num movimento de ajuste (estatístico) que se somou à queda real em função da pandemia. Já a

Dando sequência à análise realizada na última edição desta Carta de Conjuntura, vale examinar a evolução do PIB brasileiro num prazo um pouco mais amplo, desde o primeiro trimestre de 2014, momento imediatamente anterior ao início da última recessão, de acordo com o Comitê de Datação de Ciclos da FGV (Gráfico 6.2). Observe-se que aquela recessão durou 11 trimestres, até o final de 2016, e “custou” 8,2% do PIB. O período de 2017 a 2019 teve uma recuperação muito lenta da atividade e repôs apenas parte do que se havia perdido; na virada de 2019 para 2020 o PIB ainda era 3,3% inferior ao do início de 2014. É a partir daí que começa a atual recessão, a despeito da opinião do Ministro da Economia, que dizia, no início da pandemia, que a economia brasileira estava “decolando” no início deste ano. Na verdade, no primeiro trimestre deste ano, com apenas poucos dias de impacto da pandemia sobre a economia brasileira, o PIB já estava em queda, -1,5% em relação ao último trimestre de 2019.

Gráfico 6.2 - Índice do PIB brasileiro, com ajuste sazonal (1º trim./2014 = 100) – 2014-2020



Fonte dos dados brutos: CNT - IBGE.

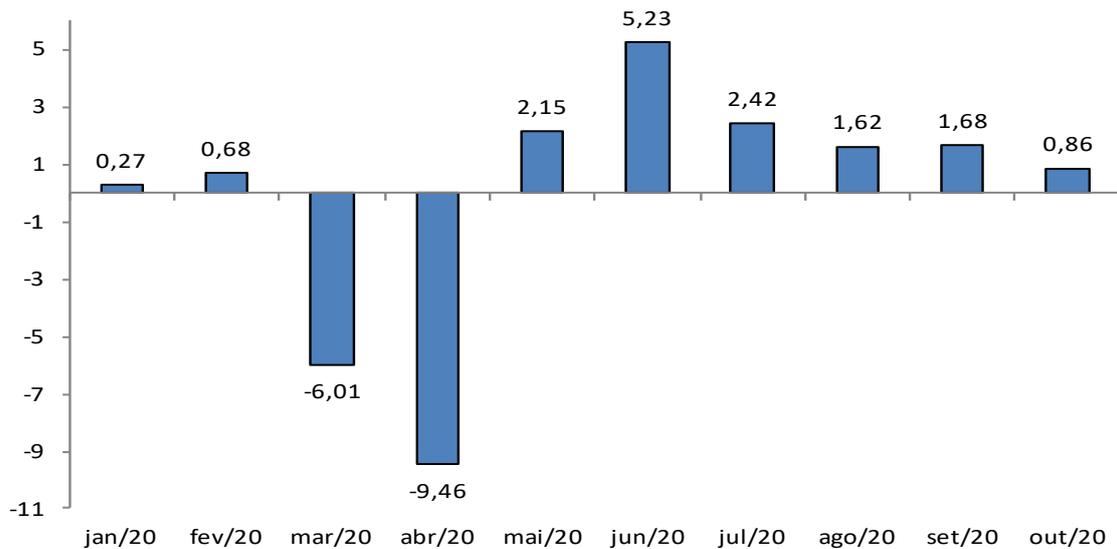
O segundo trimestre de 2020 foi o momento mais marcante, o que absorveu amplamente os efeitos negativos da semi paralisação das atividades, e teve uma queda abrupta do PIB, de 9,6% frente ao trimestre anterior, na medida com ajuste sazonal. Seguiu-se uma recuperação parcial de 7,7%, mas a série mais longa permite ver que ainda estamos 4,1% abaixo do final do ano passado e,

alta do terceiro trimestre (11,0%) expressa uma retomada parcial. Porém, mesmo com esta retomada, no terceiro trimestre o PIB da FBKF ainda era 5% menor que o do último trimestre de 2019, na medida com ajuste sazonal.

2,6% abaixo do início deste ano, ressaltando-se o fato de que, na comparação com o início de 2014, o PIB atual é 7,3% inferior.

É possível examinar estes movimentos recentes com um pouco mais de detalhes, através da evolução mensal do IBC-Br (Gráfico 6.3). O Índice vinha oscilando em torno de zero durante todo ano de 2019, comportamento que perdurou nos dois primeiros meses de 2020, expressão de um nível de atividade “morno”. A seguir, verificou-se uma queda abrupta em março e abril, com o impacto da quase paralisação das atividades em função da pandemia, e a partir de maio começou uma recuperação. No entanto, observa-se que tal recuperação, que ganhou fôlego em junho, não manteve a mesma força a partir dali, quando a taxa de variação mensal do Índice tem tido uma trajetória descendente. O resultado é que em outubro o Índice (com ajuste sazonal) ainda era 2,4% menor que o de fevereiro, configurando uma recuperação apenas parcial das quedas do bimestre março-abril.

Gráfico 6.3 – Taxas mensais de variação do Índice de Atividade Econômica do BC (IBC-Br), em relação ao mês anterior, com ajuste sazonal- jan.-out./2020

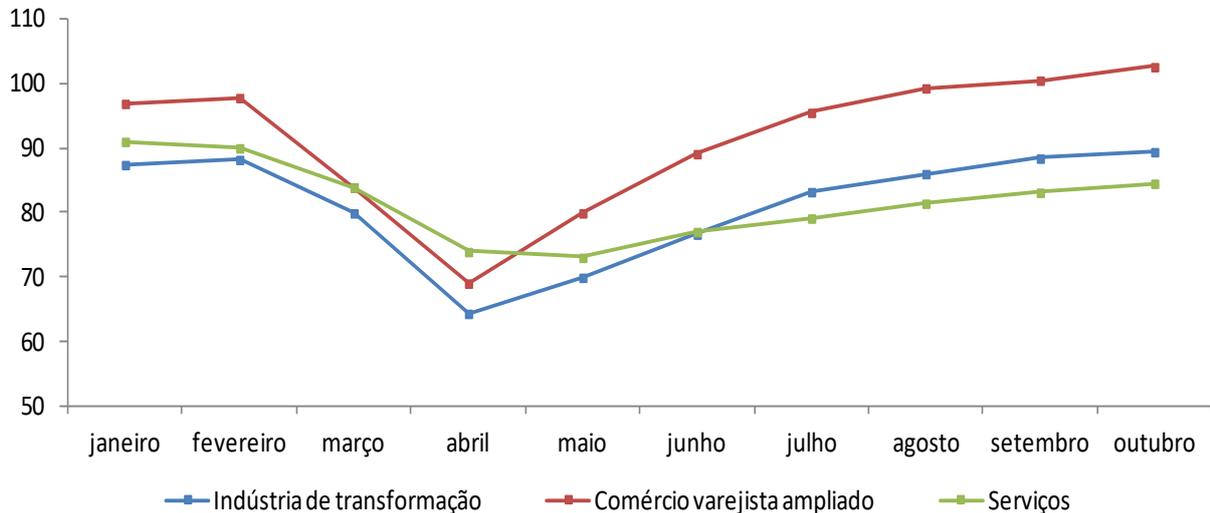


Fonte: Banco Central do Brasil.

Tal como se fez na última edição desta Carta de Conjuntura, também vale aqui analisar o desempenho dos setores – Indústria, Comércio e Serviços – com mais detalhe (Gráfico 6.4). Da mesma forma que apareceu no Gráfico do IBC-Br, há uma queda abrupta dos três setores em março e abril e uma recuperação a partir de maio. O melhor desempenho é o do Comércio, o setor que menos sofreu no período; já em agosto havia superado o volume de vendas pré-pandemia, de

fevereiro, e em outubro as vendas foram 4,9% superiores às de fevereiro (Comércio varejista ampliado, com ajuste sazonal).

Gráfico 6.4 – Índices da produção física industrial (média de 2012 = 100), do volume de vendas do comércio varejista (média de 2014 = 100) e do volume dos serviços (média de 2014 = 100), com ajuste sazonal, no Brasil – jan.-out./2020



Fonte: PIM, PMC e PMS – IBGE.

Desde os primeiros meses da pandemia as atividades com os melhores desempenhos no Comércio foram as ligadas ao consumo de primeira necessidade (Hipermercados) e de Artigos farmacêuticos e de perfumaria, resultados naturais em função da crise sanitária e da insegurança das famílias diante do desconhecido. Logo a seguir, com a chegada do Auxílio Emergencial e sua grande abrangência – inclusive com erros e desvios de público alvo –, destacaram-se as atividades de Móveis e eletrodomésticos e Materiais de construção. A própria natureza destas duas atividades e o tipo de necessidade que elas atendem mostra o efeito positivo do Auxílio sobre sua demanda, mas, por outro lado, mostra também como foi mal focado o Programa, indo bem além de um atendimento de subsistência. Detectou-se, inclusive, elevação de depósitos em poupança e redução da inadimplência da pessoa física, numa clara demonstração de que o programa não conseguiu evitar desvios de finalidade e fraudes. A Tabela 6.1 exhibe taxas positivas expressivas destas quatro atividades, na comparação entre o volume de vendas de outubro e de fevereiro, o último mês antes da pandemia.

Tabela 6.1 – Taxas de variação da produção física industrial, do volume de vendas do comércio varejista e do volume dos serviços no Brasil, em períodos selecionados, em % – fev.-out./2020

	abr./fev.	out./fev.
Indústria de transformação	-31,4	2,2
Fabricação de produtos alimentícios	2,1	3,4
Fabricação de bebidas	-50,2	8,2
Confecção de artigos do vestuário e acessórios	-62,7	-14,6
Prep. de couros e fab. de artefatos de couro, artigos para viagem e calçados	-65,4	4,6
Fab. de sabões, detergentes, prod. limpeza, cosméticos, perfumaria e higiene pessoal	2,6	-2,8
Fabricação de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	-39,4	16,8
Fabricação de máquinas, aparelhos e materiais elétricos	-44,8	6,5
Fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias	-92,3	-9,1
Fabricação de outros equipamentos de transporte, exceto veículos automotores	-77,3	-15,1
Fabricação de móveis	-55,4	7,9
Comércio varejista ampliado	-29,4	4,9
Combustíveis e lubrificantes	-24,8	-4,7
Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	0,7	6,1
Tecidos, vestuário e calçados	-82,0	-4,6
Móveis e eletrodomésticos	-41,8	19,0
Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	-16,0	9,6
Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-42,8	-2,1
Veículos, motocicletas, partes e peças	-59,9	-5,2
Material de construção	-21,4	21,5
Serviços	-17,9	-6,1
Serviços prestados às famílias	-62,4	-32,3
Serviços de informação e comunicação	-4,1	2,5
Serviços profissionais, administrativos e complementares	-13,2	-11,3
Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio	-25,1	-8,1

Fonte dos dados brutos: PIM, PMC e PMS – IBGE.

Nota: Taxas calculadas a partir das séries com ajuste sazonal.

A Indústria da transformação sofreu uma queda mais intensa e também levou um mês a mais para se recuperar; em setembro havia superado o nível de produção de fevereiro e em outubro produzia 2,2% a mais que este nível de pré-pandemia (Tabela 6.1). Destaca-se, positivamente, a Fabricação de equipamentos de informática, em função das necessidades criadas com o distanciamento social e as novas formas de trabalho remoto. Os destaques negativos são a Confecção de vestuário e a Fabricação de veículos.

Serviços tem sido o setor com pior performance. Curiosamente, foi o que menos sofreu o impacto imediato do bimestre março-abril, em função do desempenho de duas atividades, Serviços de informação e comunicação (queda de apenas 4,1% entre abril e fevereiro) e Serviços profissionais, administrativos e complementares (queda de 13,2% entre abril e fevereiro), mas ainda não

recuperou o volume anterior à pandemia; em outubro produzia um volume 6,1% inferior ao de fevereiro, destacando-se, negativamente, os Serviços prestados às famílias (-32,3%).

As informações da Tabela mostram, em grandes linhas, duas questões. A primeira, a magnitude do recuo entre fevereiro e abril, no momento de auge do distanciamento social, ficando imunes à queda apenas poucas atividades ligadas ao atendimento de primeiras necessidades e produtos vinculados à higiene e limpeza, as únicas três atividades da Indústria e do Comércio com taxas positivas na primeira coluna. A segunda questão refere-se às atividades que não se recuperaram da queda e em outubro ainda tinham taxas negativas frente a fevereiro (marcadas com vermelho na segunda coluna da Tabela). Observe-se que não são poucas estas atividades e que as taxas, em alguns casos, são muito expressivas. Isto aponta para a heterogeneidade de desempenhos na crise, tanto entre setores, como intra setores, dentre as diversas atividades.

Passo seguinte, deve-se observar que algumas atividades tiveram recuperação em forma de um “V” assimétrico, com a ponta direita mais aberta que a esquerda (à la logomarca da Nike), e outras ainda não tiveram recuperação, incluindo atividades importantes do ponto de vista da produção e do emprego e, especialmente, o setor de Serviços como um todo. E aí voltamos à discussão do início deste texto, sobre o fato de o PIB total ainda estar abaixo do nível pré-crise, como mostra o Gráfico 6.2, justamente pelo grande peso dos Serviços.

Sobre a incerteza da recuperação em 2021

Independentemente da discussão técnica a respeito de estarmos vivendo uma segunda onda de contaminação da Covid ou um recrudescimento do primeiro momento, o fato é que a partir de novembro subiu muito e rapidamente o número de infectados e o número de vítimas fatais, fazendo voltar o medo do convívio social e a necessidade de rediscutir restrições em geral, à produção, ao consumo e à circulação. Enquanto não houver uma proporção elevada da população protegida por vacinas, as expectativas mais otimistas de que no início de 2021 estaríamos voltando à vida normal ficam desfeitas, o que afeta diretamente as projeções para o crescimento do PIB.

Diante da incerteza sanitária, toda política fiscal fica indefinida, já que o Governo não sabe se ainda deverá aportar recursos em que magnitude, para apoiar empresas e famílias abatidas pela pandemia. O Ministro da Economia tem tentado passar a ideia de que a virada do ano marca o fim dos muitos apoios instituídos em 2020, vários deles por pressão do Legislativo e não por vontade genuína do Executivo. Bem pelo contrário, o Executivo sempre quis negar ou minimizar a pandemia,

esperando produzir o mínimo dano possível à sua política de arrocho fiscal. Agora, o descaso com uma política organizada de distanciamento social e o atraso em planejar a vacinação cobram seu preço, não só em vítimas humanas, mas também em termos de desempenho econômico.

O setor privado, por sua vez, também vive uma grande incerteza sobre como planejar 2021, seja pela incapacidade de prever o final ou o controle da pandemia, seja por não conseguir projetar o comportamento do Governo. Tudo que depende de projeções de demanda de curto prazo fica em compasso de espera e as decisões de médio prazo vinculadas a investimentos, mesmo que em projetos mais leves, não de ampliação de capacidade, também ficam na dependência dos resultados sanitários.

Se já não bastassem outras fontes de incerteza protagonizadas pela política econômica e pela desorganização do Governo em várias frentes, em especial a sanitária, agora vivemos diante de outro fator desestabilizador que se agregou nos últimos meses, o aumento da inflação, chegando mesmo ao rompimento da meta em 2020 e à possibilidade de repetição do fenômeno em 2021. Algo que estava fora do horizonte de preocupações da sociedade agora retorna e atrapalha ainda mais os planos empresariais, inclusive com suas repercussões negativas sobre o poder de compra e a capacidade de endividamento das famílias e sobre um possível novo ciclo de elevação da taxa de juros. A reunião do Copom de dezembro já deixou praticamente certo o início deste novo ciclo, faltando apenas definir o momento de 2021 em que se dará o *start*. Situação insólita esta, proporcionada pelo sistema de metas de inflação, que receita alta dos juros em plena recessão.

A análise detalhada da evolução dos indicadores de desempenho da economia brasileira neste segundo semestre do ano, tal como o IBC-Br e os produzidos pelo IBGE sobre a conjuntura setorial, deixam uma preocupação para 2021: o fato de que houve uma resposta até intensa de algumas atividades à quase paralisação de março-abril, mas tal resposta foi perdendo fôlego ao longo do segundo semestre. Ainda é cedo para ter certeza deste movimento, mas chama atenção que atividades da Indústria que mostraram força a partir de maio (como alimentos, bebidas, produtos de higiene e limpeza pessoal e móveis) pararam de crescer a partir de setembro; vale o mesmo para atividades do Comércio, como Hipermercados e Móveis e eletrodomésticos, todas tidas como símbolos de retomada no meio do ano.

E para compor o quadro de incerteza para 2021, deve-se observar a posição dos consumidores sobre a poupança precaucional realizada ao longo de 2020 e o destino destes recursos. Em pesquisa chamada de Sondagem Quesito Especial, realizada em novembro pela Fundação Getúlio

Vargas (FGV), 37% dos consumidores responderam que estão guardando recursos e destes, 73% afirmaram que vão continuar poupando, isto é, adiando as compras de bens e serviços, certamente por medo do desconhecido, especialmente do desemprego. Na edição de novembro do Boletim Macro da FGV, 62% dos consumidores declararam que estão adiando compras, percentual que aumenta à medida que diminui a faixa de renda.

Aqui, portanto, residem as maiores dúvidas sobre o ritmo da necessária retomada da atividade. Se e como a poupança das diferentes faixas de renda vai irrigar o consumo, quanto será canalizado imediatamente ou só no segundo semestre de 2021 e quanto vai ser direcionado para Serviços, o setor que mais emprega? Tudo na dependência do controle efetivo da pandemia e do efeito negativo da retirada dos apoios governamentais para famílias e empresas. Como se vê, trata-se de um cenário bastante incerto.

Flávio Benevett Fligenspan

7 EMPREGO E SALÁRIOS: o mercado de trabalho ainda muito longe da recuperação

7.1 Principais fluxos do mercado de trabalho

A crise econômica decorrente da pandemia da Covid-19 atingiu fortemente o mercado de trabalho no ano de 2020. Como abordamos em número anterior desta Carta de Conjuntura (Carta de Conjuntura do NAPE, v. 27, n. 3, jul./set. 2020), sua principal consequência sobre o mercado de trabalho foi uma drástica redução dos postos de trabalho. De acordo com dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do IBGE, o número de pessoas ocupadas diminuiu 9,6% entre o primeiro e o segundo trimestre do ano¹³, fazendo com que 8,9 milhões de pessoas deixassem subitamente de auferir rendimentos do trabalho. Esta contração no nível da ocupação não se fez acompanhar, todavia, por um aumento na taxa de desemprego, o que ocasionou um estranhamento inicial dentre aqueles que não estão acostumados às tecnicidades das pesquisas domiciliares sobre a inserção da população na atividade laboral. O que se passou, então, foi algo bem mais grave do que o aumento no desemprego: milhões de pessoas abandonaram o mercado de trabalho, quer seja por temor de infecção, quer seja pelo mero desalento em face da acentuada queda na demanda que se seguiu ao choque sanitário. Com isso, a taxa de participação da

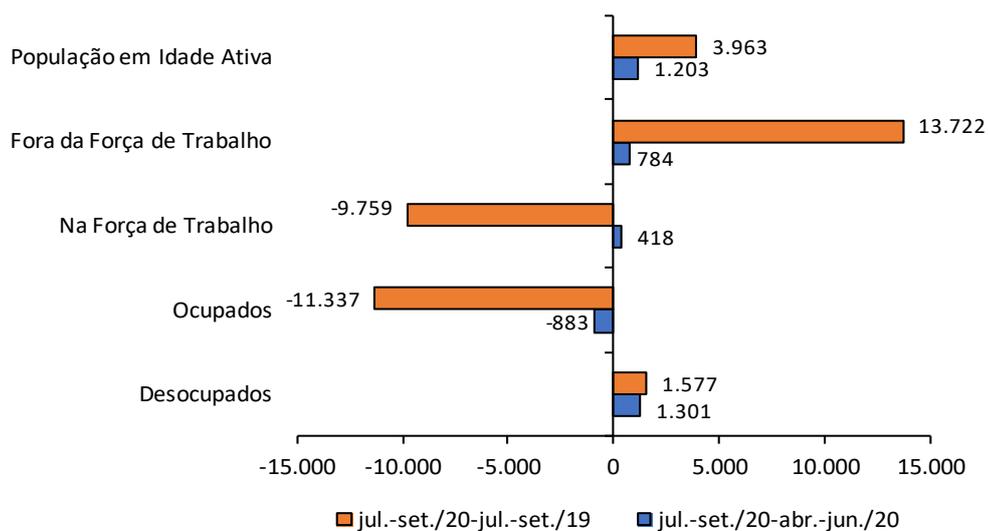
¹³ Os dados da PNAD Contínua correspondem a médias mensais de trimestres encerrados no mês de referência. Assim, por exemplo, os dados do trimestre encerrado em setembro de 2020 equivalem a média dos meses de julho a setembro.

população na força de trabalho reduziu-se de 61,0% (abril) para 55,3% (junho), rompendo a tendência de crescimento que se verificara nos anos anteriores.

A partir de julho, num contexto de diminuição gradual no número de casos relatados de infecção, multiplicaram-se as decisões de governo atenuando as medidas restritivas adotadas ao início da pandemia. Criou-se, assim, alguma expectativa de recuperação do nível de ocupação já no terceiro trimestre do ano. No entanto, ao se contrastarem as estimativas trimestrais sucessivas da PNAD Contínua, verifica-se que a queda na ocupação prosseguiu até o trimestre encerrado em agosto (em relação ao trimestre encerrado em julho), ocorrendo reversão, todavia com pequeno aumento no número de postos de trabalho, apenas no trimestre encerrado em setembro (em relação ao trimestre encerrado em agosto).

O Gráfico 7.1 mostra as variações absolutas nos principais contingentes do mercado trabalho no trimestre de julho a setembro em relação a duas bases de comparação: o trimestre de julho a setembro de 2019 (variação interanual) e o trimestre de abril a junho de 2020 (variação trimestral). Com efeito, houve um arrefecimento na queda do nível de ocupação, pois a perda de 883 mil postos de trabalho representou uma variação trimestral de -1,1%, bem menor do que a registrada no segundo trimestre do ano. A variação interanual, contudo, revela a dimensão ampla do impacto da crise sanitária no mercado de trabalho, representado pela diminuição de 9,8 milhões de postos de trabalho (-12,9%).

Gráfico 7.1 – Variações nos principais contingentes do mercado de trabalho, em mil pessoas - 2019/2020

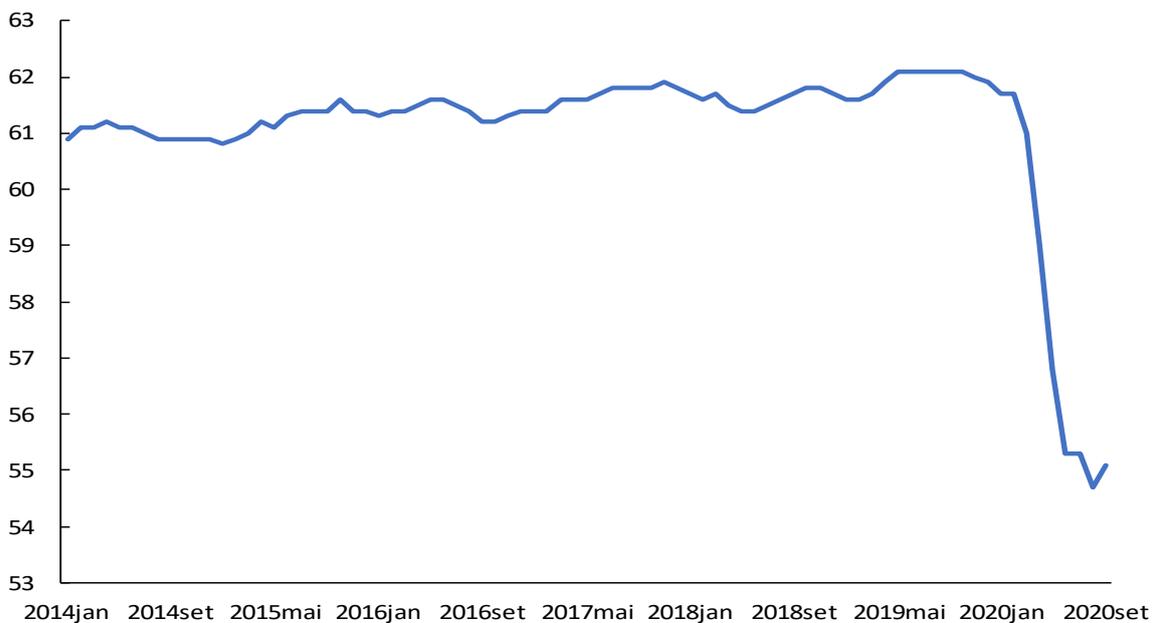


Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

Além do menor ritmo de queda no número de ocupados – e já com aumento em setembro –, os sinais de amenização dos efeitos da pandemia e de retomada da atividade econômica, no terceiro trimestre do ano, induziram as pessoas a retornar ao mercado de trabalho em busca de ocupação remunerada. Em consequência, o número de desocupados – aqueles que, não tendo ocupação, procuram por uma atividade de maneira efetiva – cresceu em 1,3 milhão de pessoas entre os trimestres de junho e setembro, fazendo com que a taxa de desocupação passasse de 13,3% para 14,6% da força de trabalho. Em termos interanuais, a elevação na taxa foi de quase três pontos percentuais, correspondendo a um aumento de quase 1,6 milhão de pessoas na condição de desocupadas.

O retorno de parte da população em idade ativa ao mercado de trabalho colocou um freio à queda na taxa de participação, cujo vale foi atingido no trimestre encerrado em agosto. Ainda assim, na comparação entre os trimestres fixos de abr.-jun. e de jul.-set., houve uma pequena contração da taxa, que passou de 55,3% para 55,1% da população em idade ativa. O Gráfico 7.2 mostra a trajetória da taxa de participação desde 2014, com tendência de elevação até o ano de 2019, seguida por violento tombo em 2020 e uma eventual reversão no trimestre encerrado em setembro.

Gráfico 7.2 – Taxa de participação no mercado de trabalho brasileiro, em % - 2014/2020

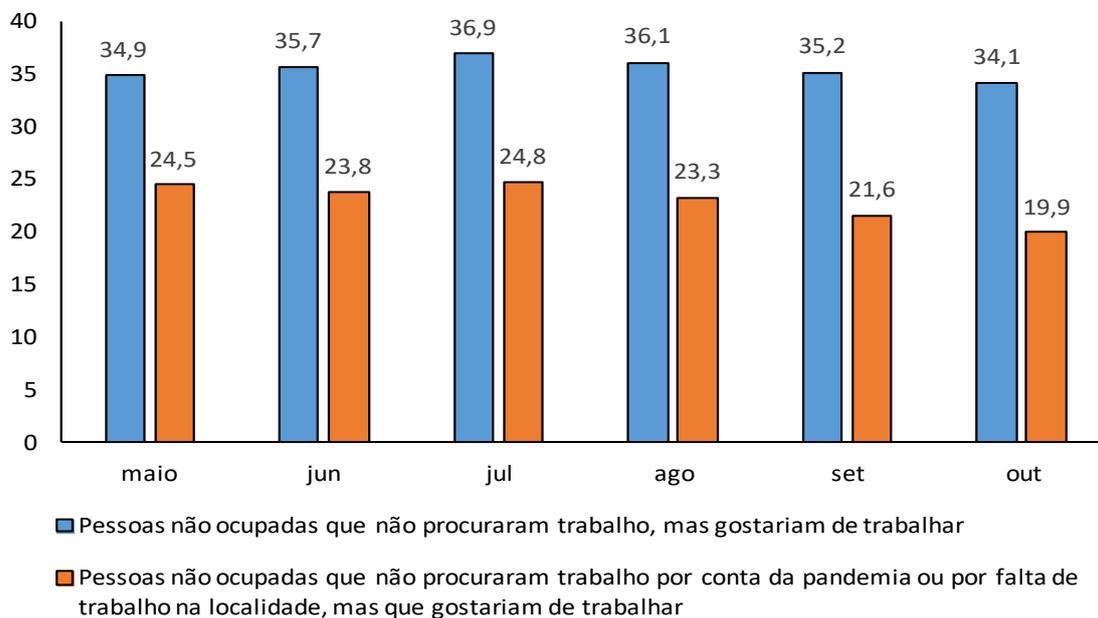


Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

Nota: a taxa de participação mede a razão entre a força de trabalho e a população em idade de trabalhar (pessoas de 14 anos ou mais de idade).

Com o propósito de monitorar os efeitos da pandemia sobre o mercado de trabalho, o IBGE realizou um levantamento experimental sistemático a partir do início de maio, denominado Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios – PNAD COVID19¹⁴. Ainda que os dados resultantes dessa pesquisa mereçam ser olhados com cautela em face de seu caráter experimental, como adverte o IBGE, eles auxiliam na observação de alguns fenômenos específicos da crise sanitária. Assim, é possível dimensionar a expressiva parcela da população em idade ativa que, conquanto fora da força de trabalho, manifestava interesse em trabalhar, mas alegava não o fazer em virtude da pandemia ou por falta de trabalho próximo à localidade em que habita. No mês de maio, conforme se observa no Gráfico 7.3, essa parcela chegava a 24,5% do total de pessoas fora da força de trabalho, mantendo-se nesse patamar até julho, quando iniciou uma trajetória de queda até atingir 19,9% em outubro. Em termos absolutos, isto equivalia a 18,5 milhões de pessoas em maio e 14,5 milhões de pessoas no mês de outubro.

Gráfico 7.3 – Pessoas não ocupadas que não procuraram trabalho, mas gostariam de trabalhar, em % - maio/out. 2020



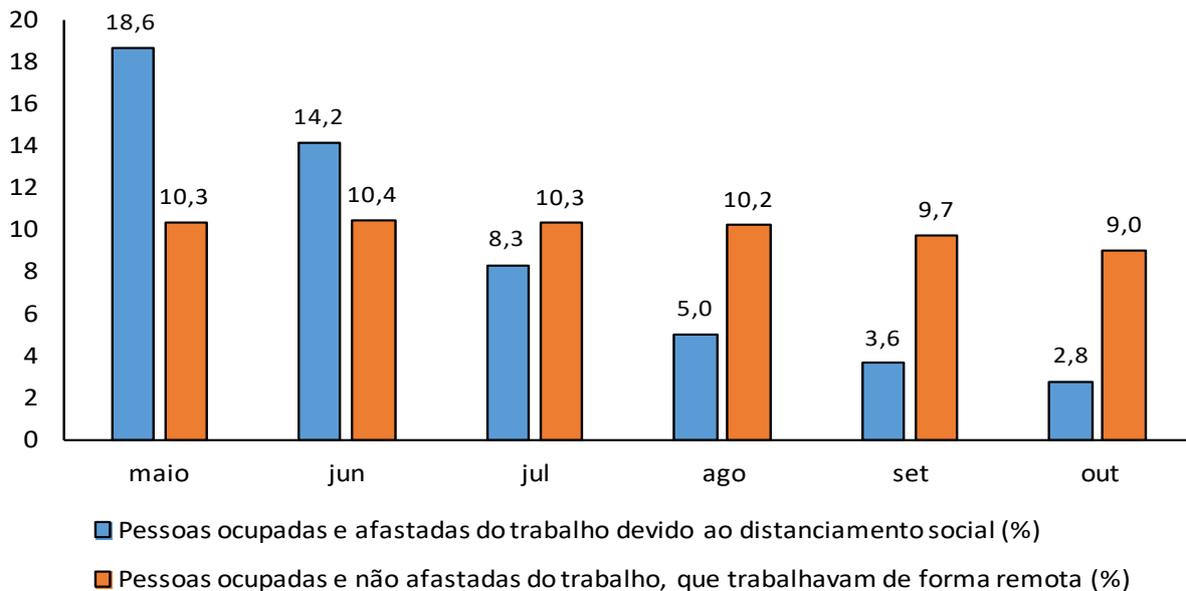
Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD COVID19. Elaboração dos autores.

Já em relação às pessoas que permaneceram ocupadas durante a pandemia, a PNAD COVID19 revela que o percentual daqueles que se afastaram da atividade atingiu 18,6% do total de ocupados

¹⁴ Inicialmente, os dados da PNAD COVID19 foram divulgados tendo a semana como período de referência, vindo posteriormente a adotar o mês como período de referência da divulgação.

em maio, vindo a declinar rapidamente a partir de julho e chegando a 2,8% em outubro. Quanto às pessoas que permaneceram ocupadas em atividade remota, o percentual manteve-se virtualmente inalterado em patamar pouco acima de 10,0% do total entre maio e agosto, diminuindo até atingir 9,0% em outubro. Ambos os indicadores são expostos no Gráfico 7.4.

Gráfico 7.4 – Pessoas ocupadas afastadas do trabalho e pessoas ocupadas em trabalho remoto, em % - maio/out. 2020



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD COVID19. Elaboração dos autores.

Nota: este gráfico substitui o publicado na versão original deste texto, que apresentava incorreções.

Ao se aproximar o final do ano de 2020, a ocorrência de uma segunda onda de casos da Covid-19 renovou a incerteza quanto à recuperação esperada do mercado de trabalho, fazendo com que qualquer prognóstico mais realista fique condicionado ao início do processo de vacinação em massa no Brasil.

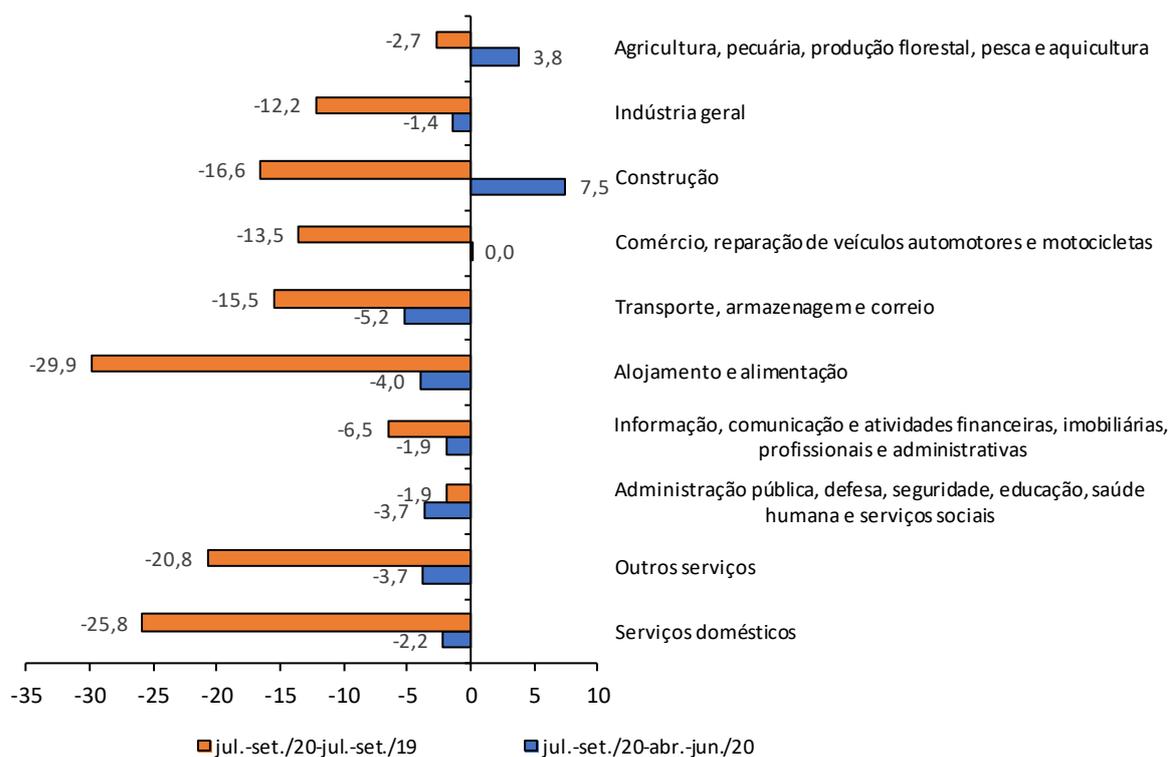
7.2 Ocupação

A evolução do nível de ocupação, observados os setores de atividade, foi de contração nos contingentes de trabalhadores na grande maioria dos setores. As exceções ficaram por conta da Agricultura, com variação trimestral de 3,8% (304 mil pessoas), e da Construção, com variação de 7,5% (399 mil pessoas). O Gráfico 7.5 apresenta as variações relativas trimestrais e interanuais no número de ocupados por setor de atividade. Naqueles setores em que a ocupação prosseguiu sua trajetória de queda, destacam-se Transporte, armazenagem e correio (-5,2%) e Alojamento e

alimentação (-4,0%). Ainda, vale mencionar que o setor da Administração pública, cuja variação no nível de ocupação fora positiva no trimestre anterior, veio a registrar redução de 3,7% no trimestre encerrado em setembro.

Considerado o comportamento setorial em relação ao mesmo trimestre do ano de 2019, percebe-se a intensidade das perdas de postos de trabalho em resposta ao choque sanitário. Todos os setores, sem exceção, tiveram retração nos contingentes de ocupados, fazendo com que o efeito negativo na massa de rendimentos aprofundasse a crise econômica na qual o país mergulhou em decorrência da pandemia. Dentre os maiores impactos, listam-se os setores de Alojamento e alimentação (-29,9% ou 1.638 mil trabalhadores), Serviços domésticos (-25,8% ou 1.664 mil trabalhadores) e Construção (-16,6% ou 1.137 mil trabalhadores).

Gráfico 7.5 – Variação no número de ocupados por setor de atividade, em % - 2019/2020

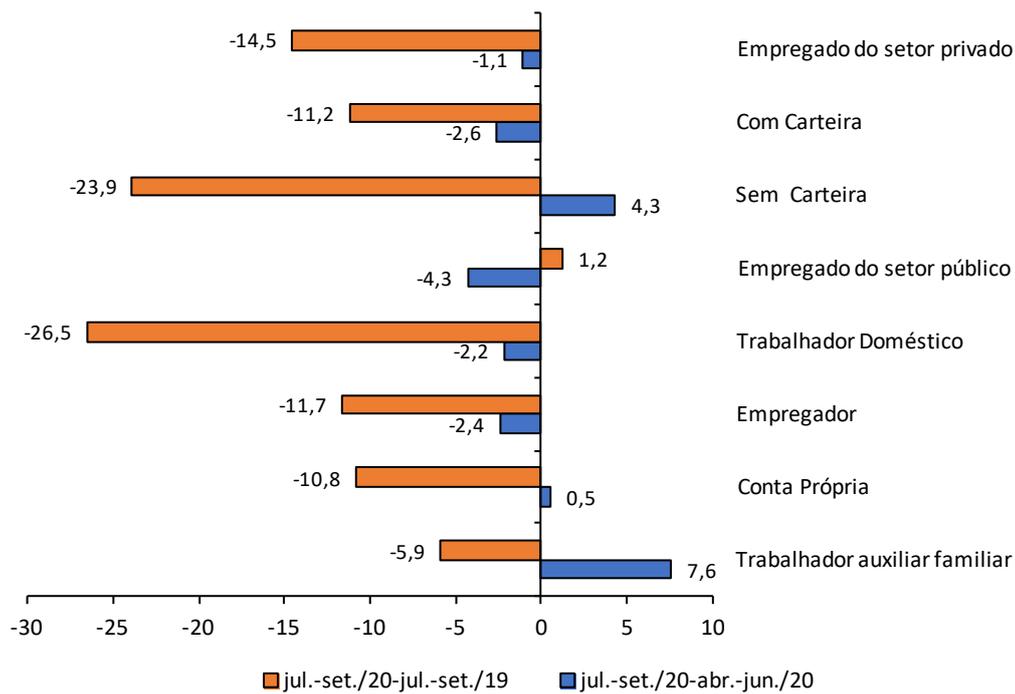


Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

Ao se observarem as variações no número de ocupados segundo a posição na ocupação, o terceiro trimestre de 2020 mostrou uma diferença importante em relação ao choque inicial causado pela crise sanitária. Houve aumento no nível de ocupação em segmentos de trabalhadores que gozam de menor proteção social, como os dos empregados no setor privado sem carteira (4,3% ou

374 mil pessoas) e dos trabalhadores por conta própria (0,5% ou 119 mil pessoas), ou desaceleração em sua redução, como no caso dos trabalhadores domésticos (-2,2%). Ainda assim, conforme se observa no Gráfico 7.6, as variações interanuais atestam que foram estes os segmentos mais atingidos pela severa crise econômica. Em especial, o número de empregados sem carteira diminuiu em 23,9% e o dos trabalhadores domésticos em 26,5% em relação ao trimestre encerrado em setembro de 2019.

Gráfico 7.6 – Variação no número de ocupados por posição na ocupação, em % - 2019/2020



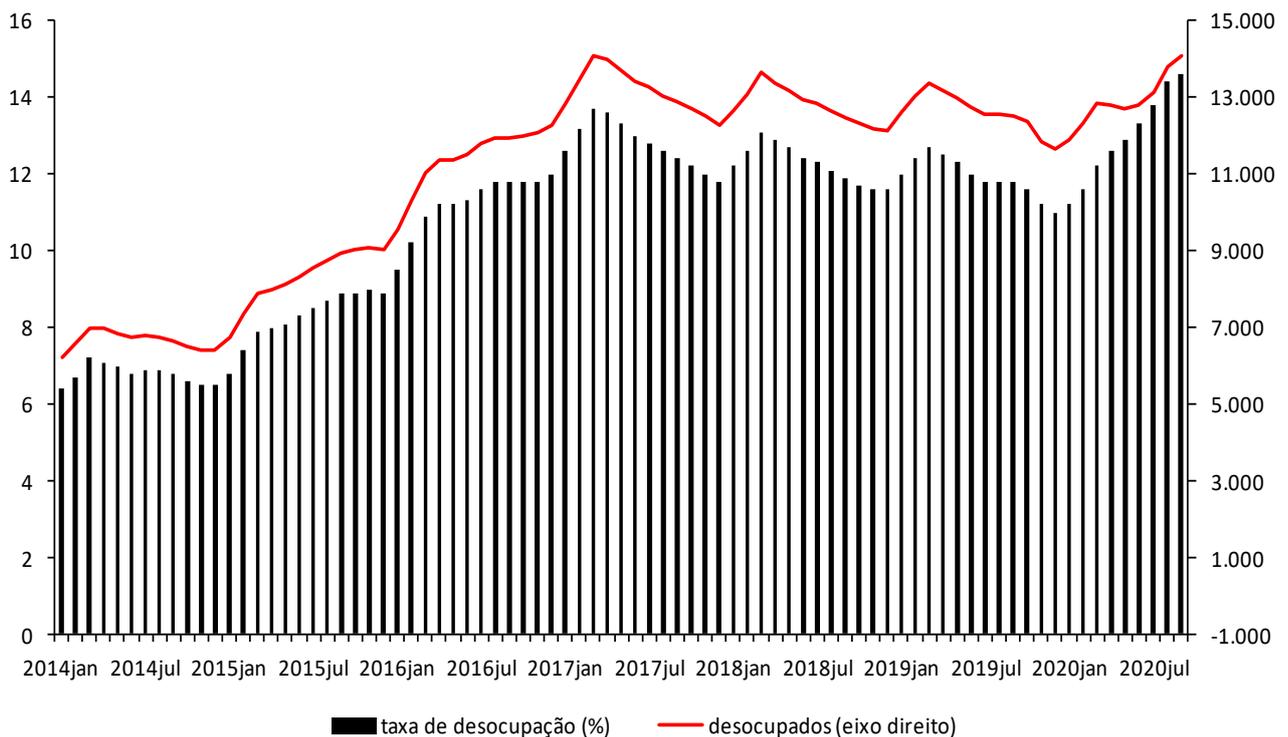
Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

Ainda quanto às variações no número de ocupados em relação ao trimestre imediatamente anterior, vale assinalar o aumento no contingente de trabalhadores auxiliares (7,5% ou 141 mil pessoas), indicando uma retomada nos negócios familiares entre julho e setembro, e a diminuição no número de empregados no setor público (-4,3% ou 531 mil pessoas), que foi a única posição ocupacional com aumento interanual em seu contingente. Na comparação com o trimestre encerrado em setembro do ano passado, os dados mostram que a queda aguda no nível de ocupação, não obstante ter sido mais intensa naquelas posições de menor grau de proteção social, também se revelam expressivas nos casos dos empregados do setor privado com carteira e dos empregadores, que tiveram seus contingentes reduzidos em 11,2% e 11,6%, respectivamente.

7.3 Desocupação e subutilização da força de trabalho

O comportamento expansivo do desemprego, no trimestre encerrado em setembro, aproximou-se de sua trajetória esperada para as crises econômicas, como no caso da recessão econômica de 2015-2016. Vale recordar que o desdobramento inicial da crise sanitária foi a retirada massiva de pessoas do mercado de trabalho, que não procuraram emprego novo após perderem seus trabalhos. O contexto de amortecimento no ritmo de casos novos da Covid-19 e de afrouxamento do distanciamento social fez com que as pessoas voltassem a procurar trabalho no terceiro trimestre e, com isso, aumentaram tanto o número de desempregados quanto a taxa de desemprego. No Gráfico 7.7, os dados estão dispostos na perspectiva temporal dos anos recentes. No trimestre encerrado em setembro, o contingente de desempregados foi estimado em 14.092 mil pessoas, correspondendo a 14,6% da força de trabalho (taxa de desocupação).

Gráfico 7.7 – Número de desocupados, em mil pessoas, e taxa de desocupação da força de trabalho, em % - 2014/2020



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

Em comparação com o trimestre anterior, o número de desocupados aumentou em 1.301 mil pessoas e a taxa de desocupação em 1,3 ponto percentual, passando de 13,3% para 14,6% da força de trabalho. Já na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, o aumento no número de

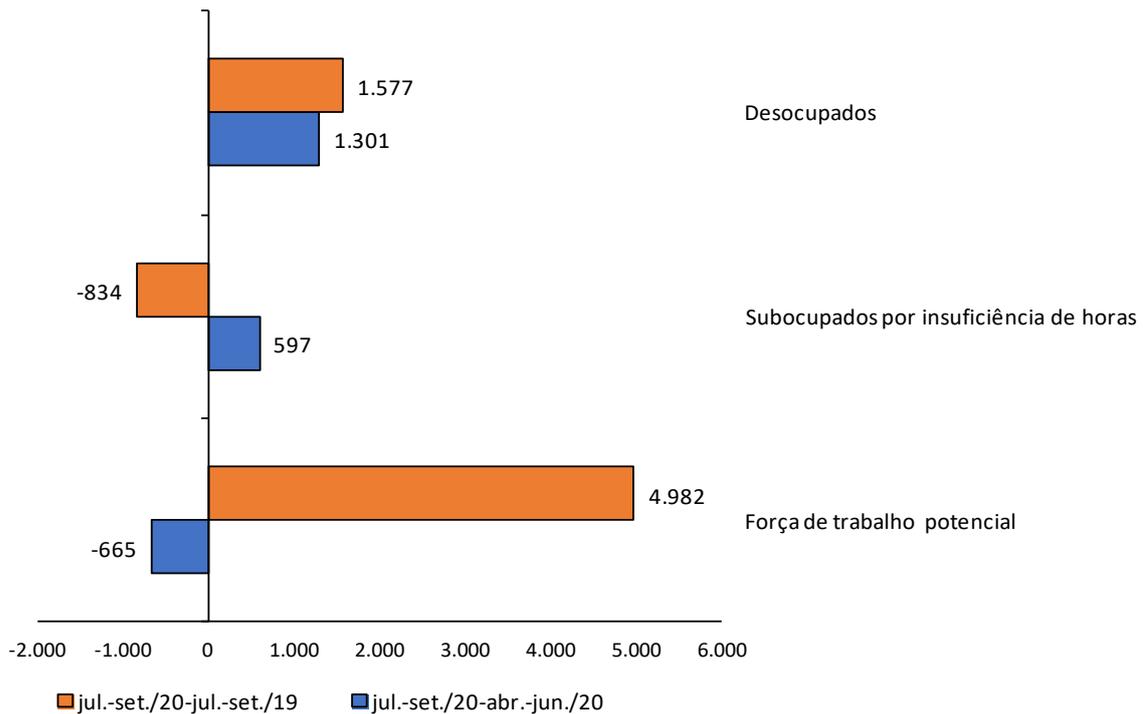
desocupados foi de 1.577 mil trabalhadores e a taxa registrou oscilou 2,8 pontos percentuais. A alta no nível de desocupação diante de menores restrições sanitárias, que havíamos assinalado no número anterior desta Carta de Conjuntura, deverá se acentuar tão logo se promova a vacinação em massa da população. No entanto, dado o quadro de incertezas em que se encontra o país pela falta de planejamento governamental – tanto para lidar com a segunda onda de casos, quanto para anunciar as estratégias de vacinação a exemplo de outros países –, é difícil antever a trajetória no final deste ano e nos primeiros meses do próximo ano, se de novo retraimento no tamanho da força de trabalho ou de prosseguimento da alta na desocupação aberta.

Os dados da PNAD Contínua acerca de outros modos de subutilização da força de trabalho vêm auxiliando na compreensão dos ajustes da economia num cenário de rápidas mudanças. Esses modos incluem a força de trabalho potencial e os subocupados por insuficiência de horas no amplo conceito de subutilização¹⁵. O Gráfico 7.8 mostra o comportamento de cada um dos grupos da subutilização da força de trabalho no trimestre encerrado em setembro.

Entre 2015 e 2019, a receita líquida caiu em termos reais em relação às despesas, que deixaram de crescer em termos reais e passaram a ser contidas, tanto por cortes em despesas discricionárias como por mudanças legais, afetando a trajetória futura de despesas obrigatórias. As variações registradas no Gráfico estão em conformidade com os cenários do choque sanitário, no segundo trimestre, e da desaceleração no ritmo de novos casos e afrouxamento nas regras de distanciamento social no terceiro trimestre. No terceiro trimestre, a redução de 665 mil pessoas na força de trabalho potencial evidencia seu retorno ao mercado de trabalho, tornando-se força de trabalho efetiva, o que ajuda a explicar o impacto altista no número de desocupados.

¹⁵ Além da desocupação propriamente dita, a PNAD Contínua também mensura (i) o número de pessoas que teriam realizado busca efetiva por trabalho, mas não se encontram disponíveis para trabalhar no momento em que são entrevistados, e (ii) o número de pessoas que não teriam realizado busca efetiva por trabalho, mas declaram que gostariam e estariam disponíveis para trabalhar. Ambos os grupos são classificados como fazendo parte da população fora da força de trabalho. No entanto, dada sua situação, são considerados como **força de trabalho potencial**, sendo passíveis de mobilização num contexto de recuperação do mercado de trabalho. São, portanto, qualificados como uma condição de subocupação da população em idade ativa. Outro grupo nessa condição é o dos **subocupados por insuficiência de horas**, que reúne as pessoas ocupadas que trabalham habitualmente menos do que 40 horas semanais e declaram que gostariam e estariam disponíveis para trabalhar mais horas.

Gráfico 7.8 – Variações em grupamentos da subutilização da força de trabalho, em mil pessoas - 2019/2020



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

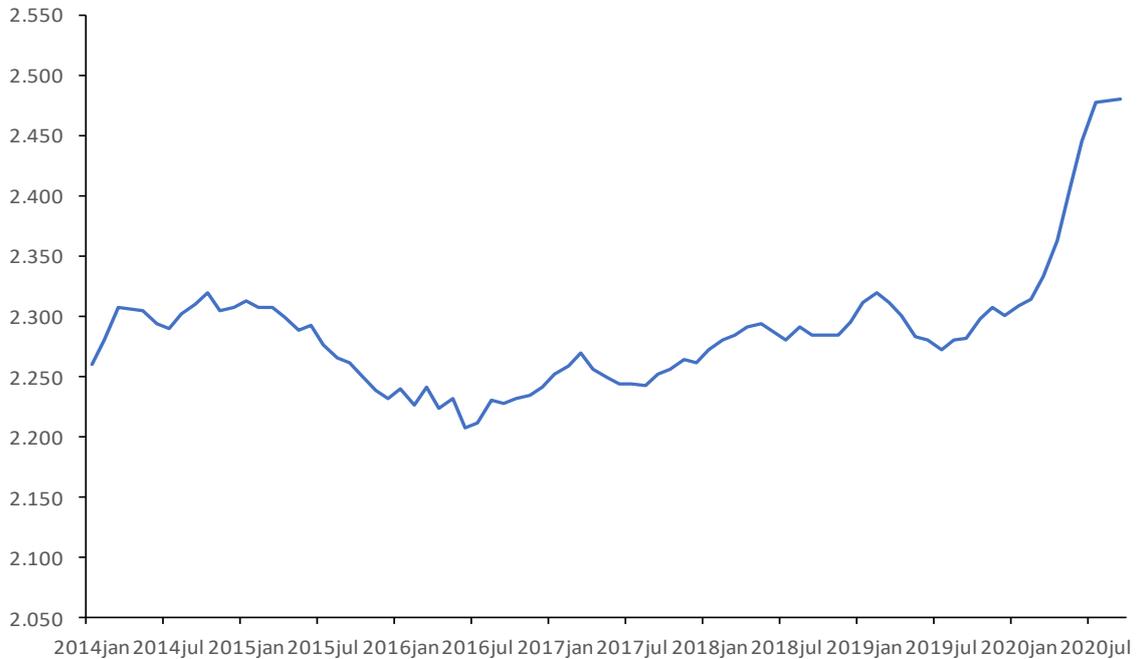
Ainda assim, considerando o quadro de modo mais amplo, a redução trimestral na força de trabalho potencial representa um contingente diminuto vis-à-vis a expansão interanual de quase cinco milhões de pessoas nessa condição. O aumento na força de trabalho potencial ocorrido entre 2019 e 2020 equivale a 35,3% do número de desocupados estimado para o terceiro trimestre de 2020, indicando a magnitude da pressão sobre o mercado de trabalho que se observará quando essas pessoas a ele retornarem efetivamente em busca de ocupação.

7.4 Rendimentos e massa de rendimentos

O rendimento real médio habitualmente recebido pelos ocupados no trabalho principal registrou crescimento trimestral de 1,43%, passando de R\$ 2.445 no segundo trimestre para R\$ 2.480 no terceiro trimestre do ano, a preços de jul./set. de 2020. Trata-se do quarto trimestre seguido de elevação nesse indicador, acumulando, assim, uma alta de 8,68% em relação a seu valor no trimestre encerrado em setembro de 2019. Mais de metade dessa elevação ocorreu justamente no segundo trimestre de 2020, quando o país foi atingido pela primeira onda de casos da Covid-19, da qual resultou enorme contração no número de pessoas ocupadas. O Gráfico 7.9 apresenta a trajetória do

rendimento real entre janeiro de 2014 e setembro de 2020, onde aparece claramente o salto do segundo trimestre, seguido de nova e menor alta no terceiro trimestre do ano.

Gráfico 7.9 – Rendimento real médio dos ocupados habitualmente recebido no trabalho principal, em R\$ de jul.-set./20 - 2014/2020



Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

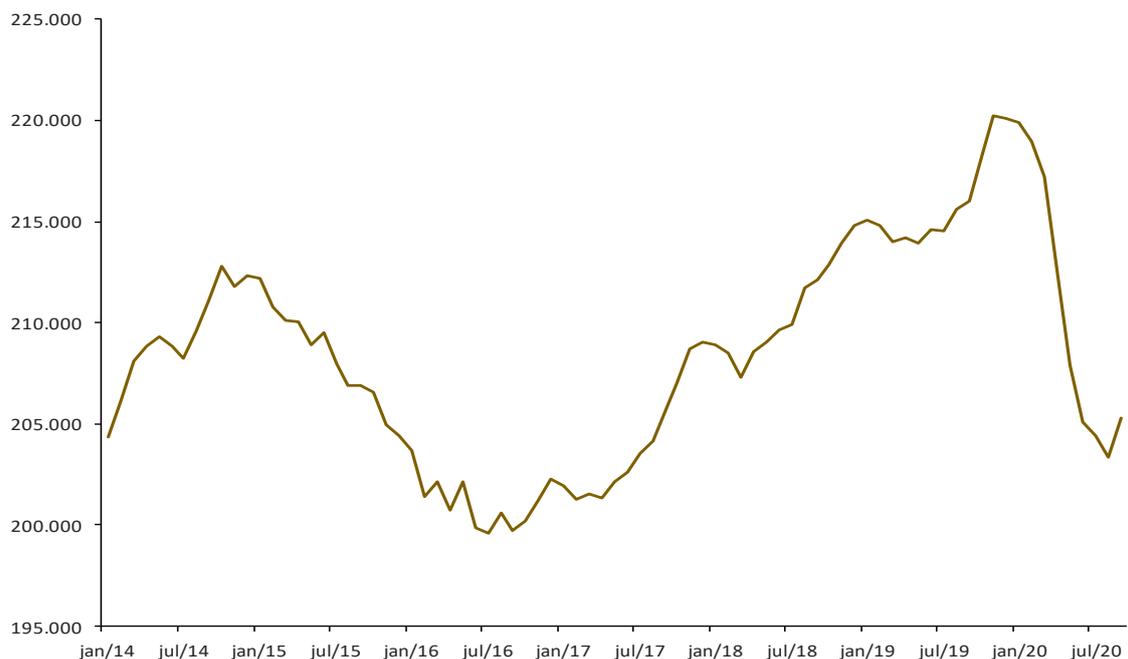
Nota: dados deflacionados pelo IPCA.

Há três prováveis fatores que influenciaram o resultado no segundo trimestre e, ainda que marginalmente, prosseguiram em ação no terceiro trimestre de 2020. O principal fator relaciona-se a um efeito estatístico decorrente da mudança na estrutura da ocupação, com redução da parcela relativa dos ocupados em grupos de menores rendimentos – empregados domésticos, empregados no setor privado sem carteira e trabalhadores por conta própria sem CNPJ. Este efeito é particularmente notável na variação interanual e na variação entre o primeiro e o segundo trimestre deste ano, mas não se observa tão claramente na variação entre o segundo e o terceiro trimestre de 2020. Um segundo fator a explicar o crescimento no rendimento médio real está na tendência declinante da inflação nos meses anteriores a setembro, o que teria afetado positivamente a evolução dos rendimentos reais de assalariados cujos reajustes anuais alcançaram a reposição integral da inflação passada. Por fim, o aumento do salário mínimo no início do ano, combinado à desaceleração inflacionária, pode ainda explicar parte da oscilação positiva dos rendimentos na base de comparação interanual. Os fatores relacionados ao comportamento do nível geral de preços

devem perder força no último trimestre do ano em face da aceleração inflacionária em curso, eventualmente acarretando diminuições no rendimento médio real.

O aumento no rendimento médio contribuiu para que a contração na massa de rendimentos reais, ocasionada pelo colapso do nível de ocupação no contexto da crise sanitária, fosse menos pronunciada na base de comparação interanual e tenha inclusive registrado pequeno aumento no trimestre. O Gráfico 7.10 mostra a trajetória da massa de rendimentos reais habitualmente recebidos de todos os ocupados nos últimos anos. Nele, observa-se a queda sucedida no ano de 2020, com redução de 4,95% desde o trimestre encerrado em setembro de 2019 e de 6,72% em relação ao final desse mesmo ano. A queda na massa de rendimentos passou-se de modo contínuo entre dezembro de 2019 e agosto de 2020, sendo, todavia, contida em setembro diante de melhores resultados quanto ao nível da ocupação. Assim, na passagem do segundo ao terceiro trimestre deste ano, estimou-se mesmo uma pequena alta de 0,10% na massa de rendimentos reais.

Gráfico 7.10 – Massa de rendimentos reais habitualmente recebidos de todos os ocupados, em R\$ milhões de jul.-set./20 - 2014/2020



Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

Nota: dados deflacionados pelo IPCA.

7.5 Negociação coletiva de trabalho: reajustes salariais

O Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (DIEESE) mantém um monitoramento dos reajustes salariais negociados coletivamente por meio do seu Sistema de

Acompanhamento de Salários (SAS-DIEESE). No período de janeiro a setembro de 2020, compilaram-se reajustes de 7.155 negociações coletivas de trabalhadores em todo o território nacional. Para efeitos comparativos, utilizaram-se as negociações registradas no mesmo período de 2019, que totalizaram 11.862 unidades. Os dados foram captados diretamente na base do Sistema Mediador do Ministério da Economia, o qual tem como finalidade registrar acordos e convenções coletivas de trabalho resultantes das negociações praticadas em todo o país.

Tendo por referência a inflação medida pelo INPC-IBGE em cada data-base, constata-se que, no acumulado anual até o mês de setembro de 2020, 41,4% das negociações salariais resultaram em reajustes superiores à variação do INPC, ou seja, com ganhos reais, 31,3% concluíram acordos com índice de reajuste igual ao INPC da respectiva data-base e 27,3% dos acordos fixaram reajustes salariais que não repuseram a inflação do período (Tabela 7.1).

Tabela 7.1 – Distribuição dos reajustes salariais negociados, em comparação com o INPC-IBGE, segundo data-base e tipo de instrumento coletivo – jan.-set. 2019/2020

Data-Base	Tipo de Instrumento	nº absolutos				%			
		acima do INPC	igual ao INPC	abaixo do INPC	total	acima do INPC	igual ao INPC	abaixo do INPC	total
2019	ACT	3.983	2.115	2.323	8.421	47,3	25,1	27,6	100,0
	CCT	1.718	1.027	696	3.441	49,9	29,8	20,2	100,0
	Total	5.701	3.142	3.019	11.862	48,1	26,5	25,5	100,0
2020	ACT	2.374	1.221	1.395	4.990	47,6	24,5	28,0	100,0
	CCT	589	1.019	557	2.165	27,2	47,1	25,7	100,0
	Total	2.963	2.240	1.952	7.155	41,4	31,3	27,3	100,0

Fonte dos dados brutos: Sistema Mediador, Secretaria do Trabalho, Ministério da Economia.

Posição 06/2020. Elaboração: DIEESE.

Nota: ACT – Acordo Coletivo de Trabalho; CCT – Convenção Coletiva de Trabalho.

Assim como já registrado em edições anteriores desta Carta de Conjuntura, há uma defasagem esperada na inserção dos registros na base de dados (Sistema Mediador), derivado da prática de inserção tardia de informações, o que sugere maior dificuldade dos sindicatos em concluir acordos e convenções coletivas, em especial após a publicação da Lei n. 13.467, de julho de 2017 e, mais recentemente, também pelas adversidades derivadas da pandemia da Covid-19. A crise sanitária interrompeu processos negociais em curso, assim como exigiu a adoção de novos formatos para a conclusão e formalização desses contratos coletivos, como assembleias virtuais e outros.

No ano de 2020, sobretudo durante o primeiro semestre, notou-se uma queda no número de registros de negociações comparado ao ano anterior, o que foi especialmente notado nos meses de

abril (-41%) e maio (-39%), que são meses que concentram processos de negociação de amplas categorias de assalariados. Com base em documentos incorporados ao Sistema Mediador, observa-se que uma parcela dos sindicatos que não negociaram reajustes salariais neste ano transferiu a discussão sobre reposição das perdas de 2019-2020 para a negociação a ocorrer no próximo ano. Nota-se, também, que outra parte tratou do tema de forma menos precisa, condicionando a futura negociação a uma melhora na situação econômica, ou quando cessar o estado de calamidade, ou, ainda, quando houver melhor previsibilidade. Por outro lado, também se tem observado o registro de acordos, no Sistema Mediador, referentes às datas-bases do primeiro semestre. Parte desses instrumentos versa sobre acordos firmados naquele momento e registrados com atraso, mas outra parte é constituída de termos aditivos de negociações firmadas no primeiro semestre de 2020. Quanto a esses termos aditivos, em geral, estipulam índice de reajuste salarial que não havia sido acordado em momento anterior, sendo, na maior parte dos casos, igual ao reajuste com base na variação integral do INPC na data-base, porém sem cláusula de retroatividade. No período de calamidade, apareceram, por fim, algumas questões incomuns às negociações coletivas, como, por exemplo, a definição de reajustes salariais válidos para meses futuros, incluindo o ano de 2021.

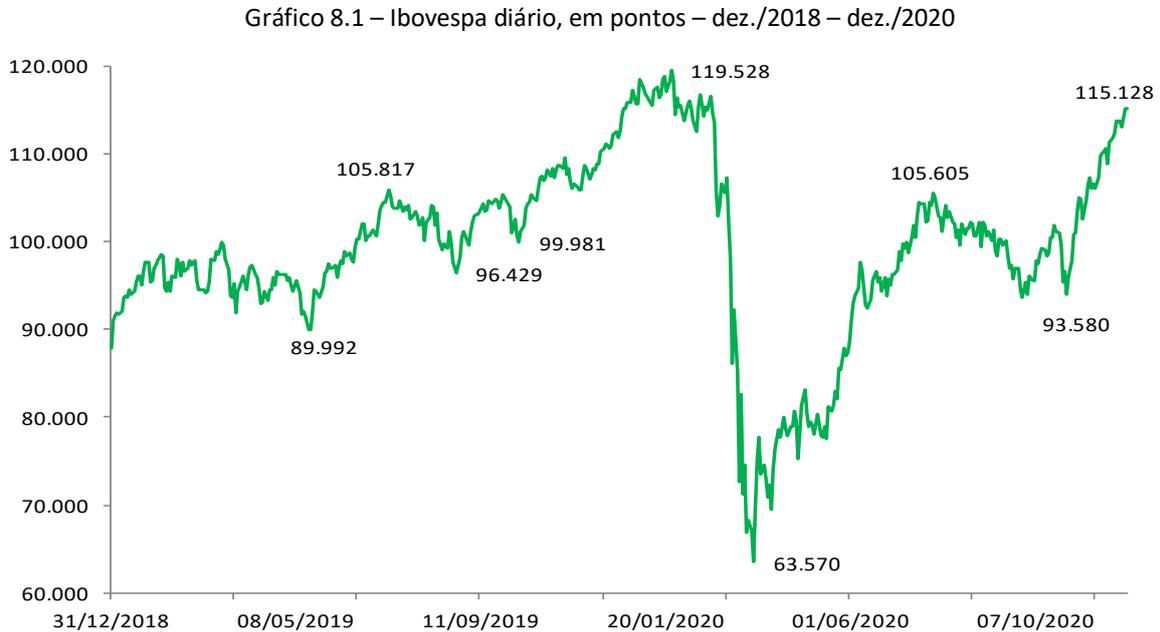
Anelise Manganelli, Carlos Henrique Vasconcellos Horn e Virginia Rolla Donoso

8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: “Efeito Vacina”

O quarto trimestre de 2020 (4T20) está sendo marcado pela euforia no mercado financeiro brasileiro em função da retomada da economia, dos estímulos fiscais e monetários e da perspectiva quanto à vacinação contra a COVID-19, dado que os testes da nova vacina para combater o vírus têm conseguido sucesso. Assim, o apetite ao risco por parte do investidor estrangeiro foi retomado por conta do sucesso em relação ao funcionamento da vacina e da definição do novo presidente dos Estados Unidos, combinados com a alta liquidez e as taxas de juros extremamente baixas, incentivando as aplicações em ativos em que a rentabilidade esperada é mais elevada, mesmo que apresentem mais risco. E falando em risco, o principal deles no momento continua sendo as novas ondas de Covid até que a vacina chegue para imunizar a população.

Nesse contexto, o Ibovespa, principal índice da bolsa brasileira (B3), registrou alta de 21,7% no 4T20 até o último dia 11 de dezembro (Tabela 8.1), quase zerando as perdas no ano, fechando no dia 11 dezembro com cotação de 115.128 pontos (Gráfico 8.1). Também é possível analisar no

Gráfico 8.1 que o Ibovespa chegou próximo ao valor do início do ano. E cabe, então, compreender esse movimento nesses últimos três meses do ano.



Fonte: B3.

Desse modo, em outubro, o mercado oscilou bastante e teve queda em função da preocupação com a segunda onda de Covid-19 e possíveis restrições novamente. Além disso, havia preocupação com o resultado das eleições norte-americanas e, por consequência, dúvidas quanto ao rumo da política econômica dos EUA. Quanto ao Brasil, os números mostraram atividade sendo retomada, mas ainda com desemprego elevado e inflação pressionada. Ademais, seguiu-se a frequente preocupação em relação à força da economia após a redução (ou retirada) dos estímulos fiscais em 2021 e, relacionado a isso, o receio quanto ao desempenho das contas públicas, o famoso “risco fiscal”. Assim, o Ibovespa recuou -0,7% em outubro, assim como os índices de bolsa de outros países. O índice fechou outubro cotado aos 93.952 pontos.

Já em novembro e dezembro, o otimismo tomou conta do mercado. O Ibovespa teve elevação de 15,9% em novembro (Tabela 8.1), a maior alta desde março de 2016, quando foi de 17%. Em dezembro, o Ibovespa registrou elevação 5,73% até o último dia 11 do mês referido. Consequência do “efeito vacina”, dado que os testes da vacina foram positivos quanto à eficácia para combater a Covid-19, e do resultado das eleições presidenciais nos Estados Unidos, dando a vitória ao democrata Joe Biden, o que animou os investidores estrangeiros que renovaram seu apetite ao risco, voltando a

aplicar seus recursos em países emergentes como o Brasil. O ingresso líquido foi de R\$ 33,32 bilhões em novembro no mercado secundário, a maior entrada de recursos desde o começo da série histórica.

Em dezembro, a entrada continuou, e o investidor externo aplicou R\$ 7,9 bilhões até o último dia 11 do mês. No acumulado do ano, porém, o dado foi negativo até meados de dezembro em R\$ 43,7 bilhões. Além dos fatores citados, outro motivo apontando nas análises do mercado foi a rotação das carteiras, beneficiando setores que estavam “atrasados” ou que se beneficiam de um crescimento maior da atividade econômica (Tabela 8.1). Assim, o Ibovespa encerrou novembro com cotação de 108.893 pontos e, até o dia 11 dezembro, o índice fechou aos 115.128 pontos. A seguir, na Tabela 8.1, é possível visualizar a variação do Ibovespa e de outros índices de bolsa no Brasil.

Tabela 8.1 – Variação do Ibovespa e outros índices da B3, em % - 2020

Índices	1T2020	2T2020	3T2020	4T2020	2020	12 meses
Índices Amplos						
IBOVESPA	-36,86	30,57	-0,48	21,70	-0,45	3,75
IBRX100	-36,64	30,78	-0,04	21,18	0,07	4,65
MLCX - Índice Mid-Large Cap	-36,21	30,16	-0,86	21,29	-0,47	3,78
SMALL - Índice Small Caps	-40,17	33,13	2,27	20,02	-2,70	5,35
IDIV - Dividendos	-31,24	19,58	-3,31	23,33	-2,66	3,77
Índices Setoriais						
IEE - Energia Elétrica	-24,76	22,26	-2,27	17,21	4,88	11,99
INDX - Setor Industrial	-34,32	28,57	9,02	13,02	4,09	9,03
ICON – Consumo	-36,10	39,30	1,83	7,71	-2,27	3,31
IMOB – Imobiliário	-45,46	30,25	-9,18	22,37	-21,96	-14,90
IFNC – Financeiro	-38,60	24,41	-5,86	27,08	-10,17	-6,46
IMAT - Básicos	-29,45	30,64	21,92	24,88	39,94	48,08
UTIL - Utilities	-28,15	26,51	-5,40	16,80	-0,34	4,79

Fonte: B3.

Nota: dados coletados até 11.12.2020.

Na Tabela 8.1, observa-se que se destacaram positivamente no 4T20 os índices das ações do setor financeiro (IFNC) e de produtos básicos (IMAT), com alta, respectivamente, de 27,1% e 24,9%. Mas no ano o IFNC apresenta queda 10,2%, assim como o indicador relacionado ao setor imobiliário, o IMOB, que apresenta queda de 22% em 2020 até o último dia 11 dezembro. Em suma, é possível observar uma elevação generalizada nos preços das ações na bolsa brasileira com o otimismo em razão da vacina e a rápida retomada da economia global em função dos incentivos governamentais.

Nessa mesma linha, os índices de bolsa no exterior também tiveram forte valorização nos últimos meses. Na Tabela 8.2, observa-se que, nos Estados Unidos, por exemplo, o mercado de ações já superou a queda em razão da Covid-19, e já registra elevação, com as empresas de tecnologia, visto pelo Nasdaq, apresentando resultado mais significativo de alta, registrando variação de 38% na comparação com 2019. Do lado negativo, desses índices selecionados, as bolsas da Europa ainda registram queda em 2020, mas já superaram grande parte das perdas em função do coronavírus.

Tabela 8.2 – Variação dos índices de Bolsas Internacionais, em % - 2020

País	índice	em 1 mês	no ano	em 12 meses
Alemanha	DAX	-0,8	-1,0	-0,2
China	China CSI 300	-0,3	19,4	25,3
Estados Unidos	Dow Jones	2,2	5,3	7,6
Estados Unidos	Nasdaq	5,0	38,0	43,0
Estados Unidos	S&P 500	2,5	13,4	16,6
França	CAC 40	1,1	-7,9	-6,0
Japão	NIKKEI 225	5,1	12,7	13,9
Reino Unido	FTSE 100	2,6	-13,2	-9,3

Fonte: BMO.

Nota: dados coletados até 11.12.2020.

Na sequência do texto, feita essa análise sobre o mercado de ações no Brasil e no exterior, ressalta-se, em tópicos, alguns destaques sobre a conjuntura econômica em 2020 e projeções para 2021, de forma a pensar se a recuperação do mercado de ações está fundamentada ou é a mais simples e pura especulação. Ou seja, o que se conhece como “bolha financeira”. Então, primeiramente, comentam-se os destaques de 2020:

No mundo

- Alta liquidez internacional
- Estímulos fiscais e monetários sem precedentes. O que significa dívidas em alta, mas o *mainstream* tem debatido sobre a validade ou não de alguns parâmetros fiscais
- Melhora dos indicadores de atividade, mostrando retomada da economia global, mas desigual. A recuperação está se apresentando em forma de “V” em diversos setores
- Inflação – forte choque de oferta, o que levou à alta dos preços no atacado, principalmente das *commodities*, pressionando especialmente os preços dos alimentos

- Segunda onda de Covid. Em alguns casos já se considera que exista terceira onda. Em outros, como o Brasil, fala-se que a primeira onda não foi finalizada

No Brasil

- Na mesma linha da economia global, diversos setores apresentam recuperação em forma de “V”
 - Agropecuária e Indústria retomando mais rapidamente, mas diversos segmentos ainda estão abaixo do nível pré-crise
 - Setor de serviços retomando mais lentamente
 - Dólar mais elevado em função de questões domésticas (risco fiscal, juros mais baixos se comparado ao histórico brasileiro e em relação aos concorrentes emergentes, questões políticas, crescimento lento por vários anos etc)
 - Inflação pressionada por câmbio, falta de matéria-prima e maior demanda gerada pelo “*coronavoucher*”
 - Pela Tabela 8.3, referente ao Relatório Focus divulgado no último dia 7 de dezembro, e anteriores, é possível observar a inflação esperada acima da projetada no final de 2019, com o IPCA projetado em 4,21% no acumulado de 2020, acima do centro da meta do Banco Central (4%) e o IGP-M com incríveis 24,09% de alta no mesmo período. Ademais, a queda projetada do PIB está em 4,4% para esse ano, revertendo projeções mais pessimistas da metade do ano, que chegavam a projetar o recuo próximo aos 10% da economia brasileira. Logicamente, essa queda menor tem um preço na visão do mercado: deterioração das contas públicas. Algo que está sendo tolerado no curto prazo no mundo e no Brasil, pois o coronavírus é um inimigo único e que, em tese, não é um culpa de um governo, de um banco ou de qualquer outra instituição. Por isso, justificou-se o arsenal fiscal e monetário pesado. Mas isso significa que o governo brasileiro irá abandonar as reformas em 2021? Acredita-se que não. As reformas deverão ser prioridade em 2021, sobretudo a administrativa e tributária. Obviamente, sabe-se que 2021 é um ano pré-eleitoral, o que significa dizer que o governo irá avaliar a “temperatura” política e econômica para implementar medidas econômicas mais restritivas.

Tabela 8.3 - Relatório Focus do Banco Central - Expectativas do Mercado para 2020

Indicadores	dez-17	dez-18	dez-19	mar-20	jun-20	set-20	dez-20
IPCA (%)	4,00	4,00	3,61	2,94	1,63	2,05	4,21
PIB (% de crescimento)	2,50	2,50	2,30	-0,48	-6,54	-5,04	-4,40
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,45	3,80	4,08	4,50	5,20	5,25	5,22
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	8,00	8,00	4,50	3,50	2,00	2,00	2,00
IGP-M (%)	4,00	4,00	4,18	4,13	5,63	15,64	24,09
Preços Administrados (%)	4,00	4,00	3,88	3,00	1,00	0,96	2,33
Produção Industrial (% de crescimento)	3,00	3,00	2,19	0,85	-6,00	-6,30	-5,00
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-46,85	-38,70	-54,20	-55,80	-13,50	-7,20	-4,22
Balança Comercial (US\$ bilhões)	37,34	47,25	39,40	35,00	53,00	55,15	58,00
Invest. Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)	80,00	84,44	80,00	80,00	57,50	55,00	43,15
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	60,00	58,60	58,00	56,63	66,25	67,00	66,10
Resultado Primário (% do PIB)	-1,00	-0,78	-1,10	-1,30	-10,20	-12,00	-11,50
Resultado Nominal (% do PIB)	-6,50	-6,00	-5,60	-6,00	-14,85	-15,50	-15,31

Fonte: Banco Central do Brasil.

Notas: (1) dados coletados do Relatório Focus no fim de cada mês. (2) Em dezembro/20, as informações foram coletadas pelo BCB até o último dia 7 de dezembro. (3) As cores na tabela indicam mudança nas expectativas do mercado, para melhor (verde), para pior (vermelho).

A seguir, algumas considerações e a previsão dos analistas consultados pelo Banco Central para os principais indicadores macroeconômicos em 2021:

- PIB da economia mundial: projeções apontam para um crescimento entre 5% e 6%
- PIB do Brasil: setor de serviços “atrasado” tende a ser o destaque com a retomada mais forte. Segunda onda (ou outras) pode atrapalhar bastante, mas perspectiva de sucesso das vacinas anima para minimizar o contágio do vírus nos próximos meses. Além disso, protocolos e experiência médica para conter os efeitos da Covid-19 também ajudam muito na redução da taxa de mortalidade
- Inflação: pressionada, sobretudo os preços no atacado/produtor. Mercado revisando para cima as projeções de 2020 e 2021. O que ajuda, ou pode contribuir, não é o melhor motivo, mas é um fato: o alto desemprego. Ou seja, a elevada oferta de mão de obra contém o reajuste dos salários, o que minimiza os efeitos inflacionários. Ademais, pode ajudar a taxa de câmbio mais contida no próximo ano
- Juros: Selic pode voltar a subir em 2021 para a casa dos 3% ou mais. Mas interessante notar que o mercado está bem dividido. Existem projeções de que a taxa seja reduzida para 1% e estimativas que apontam a taxa Selic fechando em 5% no fim de 2021. Esse tipo de divisão reflete a elevada incerteza em relação às estimativas para 2021

- Taxa de câmbio: Real x Dólar, internamente, caso as reformas sejam aprovadas e a economia permaneça com a recuperação vista até o momento, o real tende a continuar essa valorização dos últimos dias; e externamente, dólar pode se desvalorizar frente às outras moedas na medida em que temos um cenário com “menor incerteza”. A previsão fica mais difícil em função da alta liquidez do mercado financeiro no Brasil. Ou seja, a livre movimentação de capitais serve para o bem e para o mal
- Mercado de trabalho: com certeza é o maior desafio. Taxa de desemprego ainda elevada na medida em que a população volta a procurar trabalho e muitas empresas não retomaram totalmente ou fecharam as portas
- Saúde: vacinas e protocolos médicos melhores para enfrentar a Covid, como já relatado quando se comentou sobre o crescimento esperado
- Relatório Focus com projeções para 2021 (Tabela 8.4): os analistas consultados pelo Banco Central esperam que o IPCA feche o próximo em 3,34% e o IGP-M em 4,73%. Para o PIB, a estimativa é de elevação de 3,5%. E para a Selic, a projeção é de elevação da taxa para 3% ao ano. Mas como somos “vacinação” em relação ao que é projetado no Focus versus o que é realizado na economia brasileira, vale mais acompanhar as mudanças nas estimativas do que querer acertar o número em si, ainda mais em um cenário pós-pandemia. Fica a esperança de que em algum ano as expectativas ofereçam surpresas positivas, algo que não vem acontecendo desde 2011.

Tabela 8.4 - Relatório Focus do Banco Central - Expectativas do Mercado para 2021

Indicadores	dez-17	dez-18	dez-19	mar-20	jun-20	set-20	dez-20
IPCA (%)	4,00	3,75	3,75	3,57	3,00	3,01	3,34
PIB (% de crescimento)	2,50	2,50	2,50	2,50	3,50	3,00	3,50
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,50	3,85	4,00	4,30	5,00	5,00	5,10
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	8,00	8,00	6,38	5,00	3,00	2,50	3,00
IGP-M (%)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,21	4,73
Preços Administrados (%)	4,00	4,00	4,00	3,78	3,85	3,96	4,27
Produção Industrial (% de crescimento)	3,00	3,00	2,50	2,50	4,00	4,41	5,00
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-48,35	-47,90	-60,00	-58,50	-20,88	-19,45	-16,00
Balança Comercial (US\$ bilhões)	36,10	43,70	39,35	35,00	55,00	53,31	56,50
Investimento Direto no País (US\$ bilhões)	85,00	87,42	84,40	81,40	72,50	68,50	60,00
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	62,60	60,05	59,00	56,63	67,90	69,95	68,10
Resultado Primário (% do PIB)	-0,40	-0,03	-0,53	-1,30	-2,32	-2,84	-2,90
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,83	-5,59	-5,50	-6,00	-6,50	-6,50	-7,00

Fonte: Banco Central do Brasil.

Notas: (1) dados coletados do Relatório Focus no fim de cada mês. (2) Em dezembro/20, as informações foram coletadas pelo BCB até o último dia 7 de dezembro. (3) As cores na tabela indicam mudança nas expectativas do mercado, para melhor (verde), para pior (vermelho).

Por fim, feita a análise sobre o mercado de ações e tópicos sobre a conjuntura em 2020 e algumas considerações para 2021, fica uma tentativa de resposta sobre o otimismo do mercado e uma eventual “bolha financeira”. E o que pode se dizer é não que tenhamos necessariamente uma “bolha” generalizada, mas sim em alguns setores que subiram, recuperaram e superaram muito rapidamente o nível de preço pré Covid, sem que os resultados das empresas apresentassem a mesma magnitude de recuperação. Por outro lado, muitas empresas vivenciaram uma transformação sem precedentes com essa conjuntura, saindo inclusive mais fortalecidas. Assim, espera-se que a volatilidade continuará muito significativa nos próximos meses, mesmo diante dos estímulos fiscais e monetários sem precedentes na história, dado o quadro de incerteza em relação à questão sanitária, mesmo que o ambiente seja mais positivo devido às vacinas e protocolos médicos melhores para combater os efeitos da Covid-19. Mas vale ressaltar que as autoridades das principais economias do planeta têm sinalizado a manutenção dos incentivos fiscais e monetários em 2021. Ou seja, prever o que acontecerá em 2021 é apenas um bom exercício, como sempre se faz a cada fim de período para projetar o novo ano.

Denilson Alencastro

9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: recuperação forte, mas ainda incompleta

Depois de uma queda de 13,7% do Produto Interno Bruto (PIB) do Rio Grande do Sul no segundo trimestre de 2020 em relação ao primeiro trimestre, a economia gaúcha voltou a crescer na passagem do segundo para o terceiro trimestre do ano, na série com ajuste sazonal. A taxa de crescimento nessa base de comparação foi de 12,9%, recorde na série histórica com início em 2012 (Tabela 9.1). Importante sublinhar que essa expansão ocorreu sobre uma base muito deprimida, impactada pelas perdas na Agropecuária provocadas pela estiagem, que alcançou sua maior influência no segundo trimestre do ano, e pelos efeitos da pandemia, que atingiram preponderantemente a Indústria e os Serviços neste mesmo período.

A retomada observada no terceiro trimestre esteve associada, fundamentalmente, a três fatores: a passagem dos efeitos da estiagem sobre a Agropecuária, o impacto positivo da redução do

distanciamento social e o suporte financeiro a desempregados informais, concretizado através do Auxílio Emergencial, com impactos positivos sobre a produção industrial, as vendas do Comércio e o volume dos Serviços. Embora a recuperação tenha sido forte, ela ainda se encontra incompleta, uma vez que quando comparado com o mesmo trimestre de 2019, o PIB do Estado do terceiro trimestre de 2020 ainda apresenta queda, de 4,1%. Para ter-se uma ideia mais clara, o índice do volume do PIB deste trimestre está no mesmo nível do terceiro trimestre de 2017.

Os dados divulgados pelo Departamento de Economia e Estatística (DEE) da Secretaria de Planejamento, Governança e Gestão do Rio Grande do Sul (SPGG-RS), mostram o quadro completo das atividades econômicas, caracterizado por uma heterogeneidade bem grande quando se compara seus desempenhos nesse período de relativa retomada. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, houve crescimento em dez das 12 atividades, sendo as únicas exceções a indústria extrativa mineral (-0,2%) e a intermediação financeira e seguros (-0,3%). As maiores altas, bastante expressivas, aconteceram na Agropecuária (39,8%), na Indústria de transformação (20,0%) e na produção de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana (44,1%) a partir da recuperação dos níveis dos reservatórios das usinas hidrelétricas.

Tabela 9.1 - Taxas de variação do Produto Interno Bruto (PIB) e do Valor Adicionado Bruto (VAB), total e por atividade econômica, do Rio Grande do Sul - 3º trim. 2020

Atividades	3º trim.2020 / 2º trim.2020 (1)	3º trim.2020 / 3º trim.2019
PIB	12,9	-4,1
Valor Adicionado Bruto	12,7	-4,5
Agropecuária	39,8	-4,1
Indústria	19,7	-1,2
Indústria extrativa mineral	-0,2	-1,3
Indústria de transformação	20,0	-0,8
Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	44,1	11,2
Construção	4,3	-9,2
Serviços	4,2	-5,8
Comércio	6,9	-4,8
Transportes, armazenagem e correio	2,6	-3,8
Serviços de informação	0,9	-0,6
Intermediação financeira e seguros	-0,3	0,0
Atividades imobiliárias	0,5	1,4
Outros serviços	6,4	-13,7
Administração pública, educação pública e saúde pública	0,3	-4,5

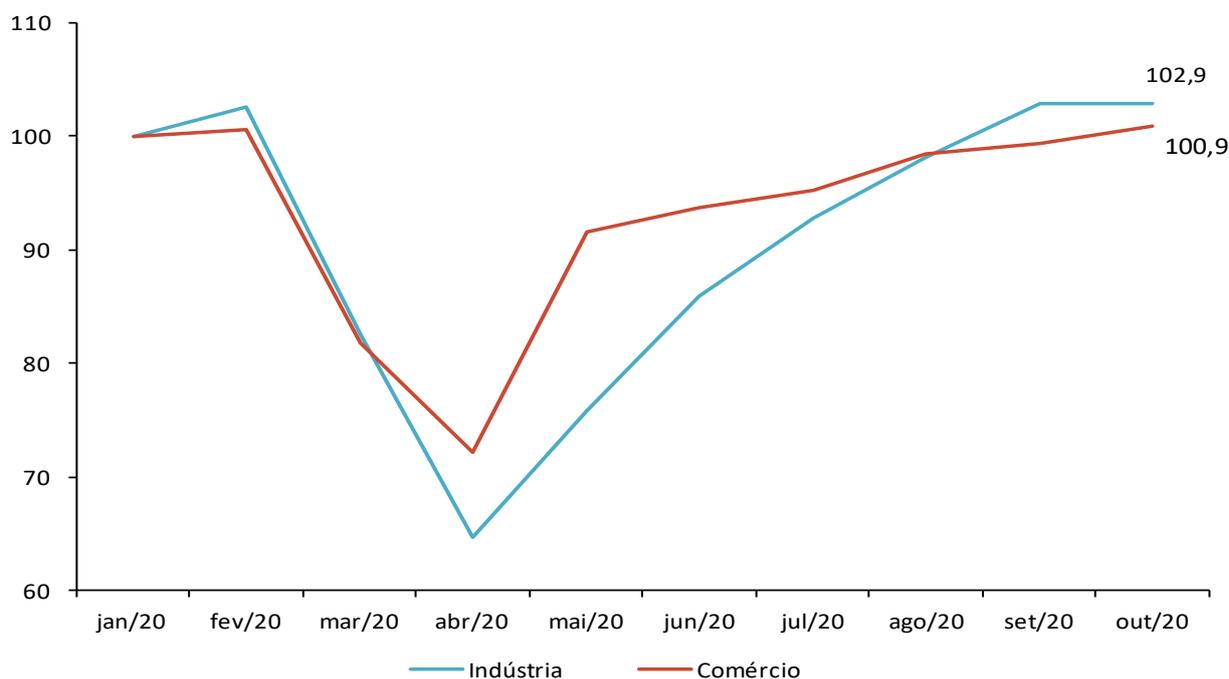
Fonte: SPGG-RS/DEE.

(1) Com ajuste sazonal.

Por outro lado, em relação ao mesmo trimestre de 2019, apenas duas atividades apresentaram crescimento, eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana (11,2%) e atividades imobiliárias (1,4%). A atividade de intermediação financeira e seguros apresentou estabilidade (0,0%), enquanto as outras nove apresentaram queda no período, com destaque para as ainda fortes reduções verificadas em outros serviços (-13,7%), construção (-9,2%), administração, educação e saúde públicas (-4,5%) e comércio (-4,8%).

No terceiro trimestre do ano, o valor adicionado da Indústria gaúcha apresentou forte expansão na comparação com o segundo trimestre (20,0%), fazendo com que o nível de produção ficasse 1,8% maior que o do primeiro trimestre do ano na série com ajuste sazonal. Esta retomada pode ser visualizada no Gráfico 9.1 dos dados mensais da série do índice da produção industrial. Em outubro, o nível da produção estava 2,9% acima do de janeiro, após um longo percurso de crescimento iniciado em maio de 2020.

Gráfico 9.1 - Índices da produção industrial e do volume de vendas do Comércio varejista ampliado do Rio Grande do Sul, com ajuste sazonal (jan./2020 = 100) – jan.-out./2020



Fonte: PIM e PMC/IBGE.

A abertura da Indústria de transformação em suas 14 atividades pesquisadas pelo IBGE mostra que em outubro de 2020, contra outubro de 2019, dez atividades apresentaram crescimento, com destaque para os desempenhos de produtos do fumo (20,5%), produtos de metal (19,6%) e

metalurgia (17,2%) (Tabela 9.2). As maiores quedas ocorreram em produtos alimentícios (-10,0%) e couros e calçados (-6,5%). Já quando se analisa o período da pandemia, de março a outubro, ocorreram quedas em 11 atividades, principalmente em couros e calçados (-34,7%) e veículos automotores, reboques e carrocerias (-34,1%).

Tabela 9.2 - Variação do volume da produção industrial, em relação ao mesmo período do ano anterior, Rio Grande do Sul, em % - 2020

Atividades industriais	out./2020	mar.-out./2020
Indústrias de transformação	2,6	-10,9
Produtos alimentícios	-10,0	-0,1
Bebidas	7,2	-1,0
Produtos do fumo	20,5	5,1
Couros e calçados	-6,5	-34,7
Celulose e papel	9,1	2,1
Derivados do petróleo e biocombustíveis	7,2	-0,2
Produtos químicos	-2,2	-7,7
Produtos de borracha e de material plástico	7,6	-3,1
Produtos de minerais não-metálicos	-2,7	-15,4
Metalurgia	17,2	-12,2
Produtos de metal	19,6	2,8
Máquinas e equipamentos	4,2	-7,0
Veículos automotores, reboques e carrocerias	5,6	-34,1
Móveis	1,0	-11,4

Fonte: IBGE - PIM.

Serviços foi o setor que apresentou a menor taxa de crescimento no terceiro trimestre de 2020 contra o trimestre imediatamente anterior (4,2%), evidenciando as maiores dificuldades que este setor enfrentou em relação à pandemia. Contra o mesmo trimestre de 2019, os Serviços ainda apresentam queda de 5,8%, também a pior taxa entre os três grandes setores. Os outros serviços, grupo de atividades que foram as mais impactadas pela pandemia, cresceram 6,4% contra o trimestre anterior, mas apresentou ainda forte retração (-13,7%) em relação ao terceiro trimestre de 2019.

O Comércio cresceu 6,9% em relação aos três meses anteriores, mas na comparação com igual trimestre de 2019, ainda apresentou queda de 4,8%. Severamente impactado pela pandemia, somente em outubro recuperou o nível de vendas de janeiro de 2020 (Gráfico 9.1). Após crescer fortemente em maio, sua taxa de crescimento arrefeceu nos meses seguintes, evidenciando as dificuldades que a atividade ainda enfrenta. Em outubro, seis das 10 atividades já apresentaram crescimento, com destaque para as vendas de móveis (19,9%) e material de construção (18,0%)

(Tabela 9.3). No sentido contrário, as maiores quedas foram observadas nas atividades comerciais de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (-33,7%), livros, jornais, revistas e papelaria (-22,9%) e veículos, motocicletas, partes e peças (-18,3%). No acumulado de março a outubro, permanecem com queda sete das 10 atividades, principalmente livros, jornais, revistas e papelaria (-44,7%), tecidos, vestuário e calçados (-38,5%) e veículos, motocicletas, partes e peças (-28,1%).

Tabela 9.3 - Variação do volume de vendas do Comércio varejista ampliado do Rio Grande do Sul, em relação ao mesmo período do ano anterior, em % - 2020

Atividades	out./2020	mar.-out./2020
Comércio varejista ampliado	2,2	-6,8
Combustíveis e lubrificantes	-2,1	-6,2
Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	8,7	7,7
Tecidos, vestuário e calçados	-7,1	-38,5
Móveis	19,9	1,6
Eletrodomésticos	8,9	-3,4
Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	12,3	1,5
Livros, jornais, revistas e papelaria	-22,9	-44,7
Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-33,7	-17,3
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	12,3	-11,7
Veículos, motocicletas, partes e peças	-18,3	-28,1
Material de construção	18,0	8,1

Fonte: IBGE - PMC.

Os dados do mercado de trabalho do Rio Grande do Sul continuaram piorando na passagem do segundo para o terceiro trimestre de 2020. Segundo as informações da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), o número de ocupados do terceiro trimestre de 2020 foi de 4.974 mil pessoas, uma redução de 10,7% em relação ao número do terceiro trimestre de 2019, e de 3,2% em relação ao trimestre imediatamente anterior. Em termos absolutos, o número de ocupados diminuiu em 596 mil pessoas na primeira base de comparação, e em 167 mil pessoas na segunda. A taxa de desocupação passou de 8,8%, no terceiro trimestre de 2019, e de 9,4% no segundo trimestre de 2020, para 10,3% no terceiro trimestre de 2020, maior patamar desde o começo da série da pesquisa, iniciada em 2012. Reforçando que esta taxa só não foi maior em virtude da diminuição do número de pessoas na força de trabalho, que passou de 6.109 mil no terceiro trimestre de 2019 para 5.548 mil no terceiro trimestre de 2020, uma redução absoluta de 561 mil pessoas. Na comparação com o terceiro trimestre de 2019, o rendimento médio real

apresentou aumento de 7,2%, ao passo que a massa de rendimentos reais teve queda de 4,6%, influenciada diretamente pela redução do número de ocupados.

Martinho Roberto Lazzari

10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR – PORTO ALEGRE: alimentação pressiona a inflação

10.1 Índice de Preços ao Consumidor

A inflação calculada pelo IPC/IEPE em novembro de 2020 foi de 0,52%, registrando uma redução de 0,11 pontos percentuais em relação à inflação de outubro, de 0,63%. Em setembro de 2020 o índice sinalizou majoração de 0,64%. O resultado de novembro de 2020 é o maior para um mês de novembro desde 2015, quando o índice teve alta de 1,03%. Coincidentemente, para o mês de outubro também é o maior resultado desde 2015, quando registrou 0,94% de crescimento. Com esses resultados, o índice revela uma variação acumulada no ano de 2020, até novembro, de 4,88%, o equivalente a uma taxa média mensal de inflação de 0,43%. Em igual período de 2019, a taxa acumulada de inflação foi de 3,46%. Comparativamente, em outubro e em novembro de 2019 o índice do IPC/IEPE marcou -0,08% e 0,22%, respectivamente.

A inflação acumulada do índice do IPC/IEPE nos últimos doze meses, até novembro, é de 5,63%, representando um valor superior aos 5,32% observados nos doze meses imediatamente anteriores.

Os índices de outubro e de novembro de 2020 foram impactados positivamente pelo grupo Alimentação, o qual exerce forte repercussão sobre os gastos diários das famílias e apresentaram variações de 1,16% e 1,48%, nessa ordem. Ressalta-se que, enquanto o IPC sinalizou desaceleração de outubro para novembro, o grupo Alimentação indicou aceleração na taxa de crescimento dos seus preços médios nos referidos meses. Assim, a contabilização do acumulado no ano de 2020 no grupo Alimentação alcança 9,80% de variação, representando aproximadamente o dobro do valor da inflação no ano (4,88%) e indicando que os produtos de alimentação têm contribuído expressivamente na majoração da inflação em 2020.

Destacam-se as variações de preços dos produtos do subgrupo Alimentação no Domicílio, com majorações de 1,16% e de 1,73% em outubro e em novembro, respectivamente. Enfatiza-se que

o referido subgrupo vem mostrando desde agosto de 2020 uma tendência altista no seu comportamento de preços.

Observa-se que dentro do subgrupo Alimentação no Domicílio, os seus subgrupos Semi-Elaborados e In Natura registraram aceleração nas suas taxas de crescimento de outubro para novembro de 2020. O primeiro com pífia elevação de 1,59% para 1,60% e, o segundo, com acentuado aumento, de 1,38% para 4,0%. Com esses resultados o subgrupo In Natura, até novembro, no seu acumulado no ano contabiliza uma expressiva taxa de crescimento de 17,49%, a mais elevada entre todos os subgrupos do IPC. Já os subgrupos Produtos Industrializados e Semi-Elaborados sinalizaram acumulados no ano, até novembro, de 9,28% e 10,95%, nessa ordem.

Considerando-se o ranking dos dez itens que apresentaram a maior contribuição positiva na composição do índice do mês de novembro, oito deles pertencem ao grupo Alimentação. No referido ranking estão presentes produtos essenciais no consumo diário das famílias, como o arroz, o feijão preto, o óleo de soja e a carne de frango. O tradicional “arroz com feijão” de cada dia tornou-se bem mais oneroso ao longo de 2020, impactando mais severamente no orçamento das classes sociais de faixas de renda menores. No caso do arroz, o aumento acumulado no ano já alcança, até novembro, 36,41%. Quanto ao preço do feijão preto, a taxa acumulada no ano está em 37,39%. A variação do preço médio do óleo de soja também se estabelece no mesmo patamar de crescimento, com 38,29%.

Constata-se aumento de preço generalizado nos produtos do grupo Alimentação, mesmo que alguns deles não sejam expressivos. Observa-se que no subgrupo Produtos Industrializados, aproximadamente 78% dos itens tiveram majoração de preços, enquanto no subgrupo Semi-elaborados a taxa foi mais elevada, em torno de 86% dos seus produtos tiveram alta em seus preços. Já no subgrupo In natura verifica-se que aproximadamente 76% dos produtos sinalizaram crescimento de preço. São estatísticas expressivas diante da relevância que esse grupo de alimentos ocupa no rol de consumo diário das famílias.

O subgrupo Alimentação Fora do Domicílio apresentou variações de 1,15% e de 0,51% em outubro e novembro de 2020, nessa ordem e seu acumulado no ano é relativamente baixo quando comparado aos demais subgrupos do grupo Alimentação, de apenas 3,10%. A taxa mais acentuada de outubro (1,15%) está relacionada à maior flexibilização nos protocolos do Governo do Estado do Rio Grande do Sul no sistema de gestão do “Distanciamento Controlado” de acesso dos consumidores aos restaurantes e lancherias.

No grupo dos Produtos Não Alimentares do IPC/IEPE foi observada uma pequena desaceleração na taxa de crescimento de outubro para novembro, de 0,36% para 0,26%. Um dos fatores que colabora para a explicação dessa desaceleração é a deflação verificada no seu subgrupo Combustível em novembro, de -0,84%, sendo que já havia marcado variação de -0,16% em outubro. Esse subgrupo indica uma deflação no ano, até novembro, de 1,78%, sendo que as taxas de variação no ano da Gasolina Comum e do Óleo Diesel são de -6,12% e -7,43%, respectivamente, nesse mesmo período.

No subgrupo “Combustíveis” a Gasolina Comum e o Óleo Diesel foram os itens que registraram variação negativa mensais de fevereiro a maio de 2020, em função da queda acentuada de demanda decorrente da pandemia. A partir daí, até setembro, foi captado um movimento de alta dos seus preços e ocorreu um processo de recomposição de preços do setor em questão. Enfatiza-se que no caso da Gasolina Comum, de janeiro até maio de 2020, a queda acumulada nos seus preços médios alcançou 21,23%.

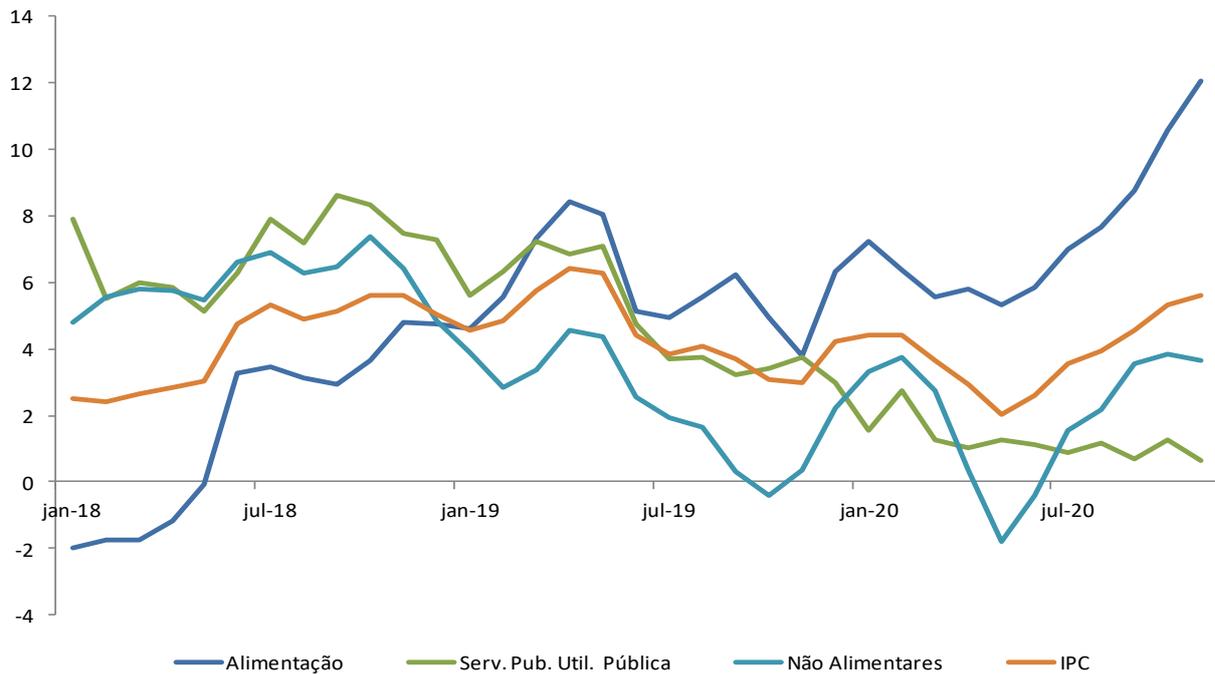
Ainda em relação ao Grupo dos Produtos Não Alimentares, destaca-se a taxa de variação do seu subgrupo Educação, Cultura e Informação, de 1,44% em novembro, sendo que já havia aumentado 0,80% em outubro. Esse subgrupo contabiliza 7,55% de crescimento no acumulado do ano, até novembro.

O grupo Serviços Públicos e de Utilidade Pública também apresentou desaceleração na sua taxa de crescimento. Esse grupo registrou variação de -0,66% em novembro de 2020, a qual foi influenciada pela queda no valor da passagem do Ônibus Urbano, de -3,19%. Nos últimos doze meses, o acumulado nesse grupo, até novembro, é o menor entre os quatro grupos, de apenas 0,63%, enquanto no acumulado do ano essa taxa é de 1,21%.

O grupo Outros Serviços apresentou estabilidade nas suas taxas de variação, com 0,08% e 0,06%, em outubro e novembro, respectivamente. Com esses resultados, o acumulado no ano fica em 1,75%. Nos últimos doze meses, o acumulado nesse grupo é de 1,41%, até novembro.

O Gráfico 10.1 mostra as variações dos últimos doze meses do IPC, do grupo Alimentação, do grupo dos Produtos Não Alimentares e do grupo dos Serviços Públicos e de Utilidade Pública.

Gráfico 10.1 - Acumulado nos doze meses do IPC e dos grupo Alimentação, Não Alimentares e Serviços Públicos e de Utilidade Pública – jan./18-nov./20



Fonte: IPC/IEPE-UFRGS.

Observa-se que o grupo Alimentação tem sido responsável pelo avanço da inflação principalmente em 2020, período no qual suas taxas de variações se mostraram em níveis bem superiores aos demais grupos e à própria inflação. Ressalta-se que o grupo Alimentação rompe a barreira dos dois dígitos de variação em outubro e em novembro de 2020 na modalidade do acumulado dos doze meses, com 10,56% e 12,06%, respectivamente.

No período do Gráfico, em dois momentos, a taxa acumulada dos doze meses do grupo Alimentação alcançou o patamar acima de 8%, em abril e maio de 2019 e em setembro, outubro e novembro de 2020.

De setembro de 2018 a novembro de 2020 observa-se uma linha de tendência decrescente na taxa acumulada dos doze meses no grupo Serviços Públicos e de Utilidade Pública, partindo de uma taxa de 8,60% no início do período para 0,63% em novembro de 2020. A Energia Elétrica tem tido uma contribuição expressiva nesse sentido.

Quanto à taxa acumulada de inflação do IPC para os doze meses, depois de iniciar o ano de 2020 sinalizando variação acima de 4%, observa-se uma retração nessa taxa até maio e, posteriormente, ocorre uma tendência de alta de preços até novembro de 2020.

A seguir estão relacionados os itens de consumo e serviços, dentre os 325 itens da amostra do IPC/IEPE, que mais contribuíram, seja negativa ou positivamente, para o resultado do índice no mês de novembro de 2020.

Batata Inglesa (aumento de 11,10% e contribuição de 0,08420%);

Arroz Agulha (7,61% e contribuição de 0,06596%);

Maçã (8,09% e contribuição de 0,03907%);

Condomínio (1,49% e contribuição de 0,03420%);

Óleo de Soja (5,34% e contribuição de 0,03348%);

Ônibus Urbano (redução de -3,19% e contribuição de -0,09145%);

Gasolina Comum (-1,73% e contribuição de -0,07360%);

Pãezinhos (-3,31% e contribuição de -0,04836%);

Aluguel (-0,59% e contribuição de -0,02377%);

Cebola (-3,55% e contribuição de -0,01132%).

Como já comentado anteriormente, os dados anteriores revelam a expressiva contribuição dos produtos de gênero alimentício na configuração da inflação de novembro de 2020, sendo que a redução do preço da passagem de Ônibus Urbano em Porto Alegre e a queda no preço médio da Gasolina Comum colaboraram para suavizar o resultado da inflação.

10.2 Custo do Cesto Básico

O Cesto Básico marcou em novembro a mais elevada taxa de aumento de 2020, de 1,98%, a qual é o dobro do valor sinalizado em outubro (0,99%), indicando uma forte aceleração no crescimento dos preços dos produtos de primeira necessidade das famílias. O custo deste indicador ficou em de R\$ 929,68 em novembro, sendo que em outubro o valor foi de R\$ 911,64.

Quanto ao aumento de 1,98% do Cesto Básico, observa-se não somente poucos produtos impactando sobre o resultado do indicador, mas a maioria dos seus componentes registrando reajuste nos seus preços médios. Aponta-se que 84% dos produtos que compõem o Cesto Básico registraram reajuste nos seus preços, embora muitos não sejam tão expressivos. Mas percebe-se o alastramento na economia do processo de reajuste de preços num universo considerável de produtos de alimentação.

Tanto em outubro quanto novembro, o Arroz foi o item com maior impacto sobre os resultados do Custo do Cesto Básico, com uma variação de 7,02% e de 8,02%, respectivamente. Verifica-se que em setembro o Arroz registrou aumento de preço na ordem de 5,38%, sendo o segundo produto com maior impacto no resultado do indicador. O Arroz teve majoração de preço de 2,92% e 3,63% em agosto e em julho, respectivamente, sendo que nesses dois meses foi o segundo produto com maior impacto sobre o valor do Cesto Básico.

A Carne de Frango (3,53%) e a Carne Bovina (1,51%) ocuparam a segunda e a terceira colocação no ranking de maior impacto sobre o resultado de 1,98%, nessa ordem. A Batata Inglesa (9,70%) representou o quarto lugar nesse ranking. O peso em conjunto dos quatro itens citados representa aproximadamente 54% da taxa de variação do Cesto Básico em novembro (1,98%).

Outro importante produto que não pode faltar em nenhum dia na cozinha das famílias, o Óleo de Soja, teve seu preço aumentado em 6,50% em novembro. No entanto, o preço desse produto sofre influência da “*commodity* agrícola” soja, a qual tem seu preço estabelecido no mercado internacional.

Os impactos negativos sobre o indicador vieram de apenas sete produtos, entre eles Pãezinhos (-2,35%), Farinha de Trigo (-1,84%), Cenoura (-3,39%) e a Cebola (-1,37%).

Com o resultado de novembro de 2020, o Cesto Básico alcança uma taxa acumulada de 11,69% para os últimos doze meses, perfazendo uma taxa média de aumento mensal na ordem de 1,03%. No ano, o acumulado alcança também um expressivo crescimento, de 9,18%.

Analisando as contribuições de cada produto integrante do Custo do Cesto Básico no decorrer do mês de novembro de 2020, verificou-se que quarenta e três produtos tiveram seus preços aumentados, contribuindo assim com 2,14% no custo total do Cesto. Por outro lado, sete produtos reduziram de preço, contribuindo com -0,16%.

Dentre os 51 produtos que contribuíram, seja positiva, seja negativamente, para esta variação mensal de 1,98%, destacaram-se:

Arroz Agulha (aumento de 8,02% e contribuição de 0,2935%);

Carne de Frango (3,53% e contribuição de 0,2846%);

Carne Bovina (1,51% e contribuição de 0,2776%);

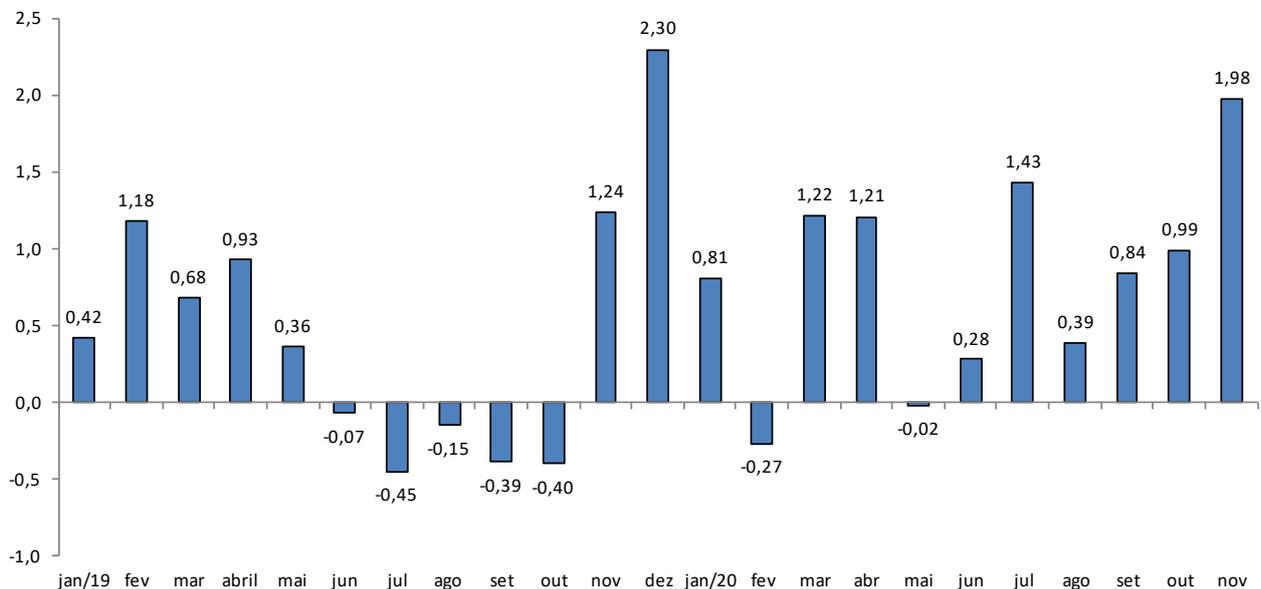
Batata Inglesa (9,70% e contribuição de 0,2223%);

Óleo de Soja (6,50% e contribuição de 0,1330%);

Pãezinhos (redução de -2,35% e contribuição de -0,1110%);
 Farinha de Trigo (-1,84% e contribuição de -0,0287%);
 Cenoura (-3,39% e contribuição de -0,0087%);
 Cebola (-1,37% e contribuição de -0,0074%);
 Aparelho de Barbear (-1,22% e contribuição de -0,0029%).

No Gráfico 10.2 é apresentada a variação percentual mensal no custo do Cesto Básico de janeiro de 2019 a novembro de 2020.

Gráfico 10.2 - Taxas de variação mensais do custo do Cesto Básico –jan./19-nov./20



Fonte: IPC-IEPE/UFRGS.

Constata-se uma robusta aceleração no ritmo de crescimento dos preços no conjunto dos itens do Cesto Básico de agosto para novembro de 2020. As taxas de reajuste no valor do indicador em 2020 são expressivas, as quais perfazem crescimento acumulado no ano de 9,18% até novembro. Comparativamente, em dezembro de 2019 o custo do Cesto Básico era de R\$ 851,49, significando um acréscimo monetário em R\$ 78,19 nesses onze meses.

Everson Vieira dos Santos