

## VISÃO GERAL

# Visão Geral da Conjuntura

## Sumário

A economia brasileira vem se caracterizando por fortes contrastes desde setembro deste ano. Se por um lado a produção e as vendas mostraram reação surpreendente ao choque adverso inicial causado pela pandemia, de modo que a queda do PIB em 2020, que projetamos em 4,3%, será bem menor do que a prevista pela maior parte dos analistas em meados do ano, por outro se observa uma recuperação desigual entre setores, com a indústria e o comércio em níveis médios acima do período pré-crise e os serviços ainda significativamente abaixo. No mercado de trabalho, os efeitos da recuperação, apesar de visíveis, ainda são modestos, e a perspectiva é que a taxa de desemprego ainda aumente antes de começar a cair – devido ao provável aumento da procura por trabalho em 2021. Nos mercados financeiros, muito em função das expectativas, houve fortes oscilações nos juros, na taxa de câmbio e na bolsa de valores, embora com tendência favorável nas últimas semanas. Subjacentes a esses movimentos estão fatores ligados à evolução da própria pandemia, no Brasil e no exterior; ao comportamento da economia mundial e à perspectiva da política econômica nos países avançados; e, principalmente, à política fiscal brasileira. Embora o grau de incerteza ainda se mantenha elevado, supondo que a consolidação fiscal será retomada após esse período de elevados gastos extraordinários em função da emergência de saúde pública, projetamos um crescimento de 4,0% em 2021.

A volta do crescimento do número de casos de Covid-19 representa um fator de risco para a continuidade do processo de recuperação econômica. De fato, é possível que a evolução da crise sanitária leve alguns estados ou municípios a retomarem medidas de restrição a certas atividades econômicas e sociais, desacelerando a retomada em alguns segmentos, notadamente no setor de serviços. Além disso, mesmo na ausência de novas medidas legais de distanciamento social, é razoável esperar que parte da população diminua espontaneamente sua mobilidade, visando reduzir as chances de contágio. Com efeito, esse movimento já pode ter se iniciado, conforme sugere o aumento de 3 pontos percentuais (p.p.) no Índice de Isolamento Social da InLoco entre o final de outubro e a primeira metade de dezembro. De qualquer forma, mesmo que o agravamento da pandemia leve a um aumento relevante nos índices de distanciamento social no país, é razoável supor que os eventuais impactos adversos sobre o nível de atividade serão significativamente menores do que no momento inicial da pandemia, quando grande parte do choque negativo sobre as expectativas esteve associada ao elevado grau de desconhecimento sobre a doença; à incerteza sobre as políticas governamentais de apoio às famílias e ao setor produtivo; e à ausência de perspectivas sobre o desenvolvimento de uma vacina no curto

**José Ronaldo de C. Souza Júnior**

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Ipea

ronaldo.souza@ipea.gov.br

**Marco A. F. H. Cavalcanti**

Diretor adjunto na Dimac/Ipea

marco.cavalcanti@ipea.gov.br

**Paulo Mansur Levy**

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea

paulo.levy@ipea.gov.br

**Leonardo Mello de Carvalho**

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

leonardo.carvalho@ipea.gov.br

Divulgado em 21 de dezembro de 2020.

prazo. Para 2021, a expectativa de avanço de medidas de imunização em massa da população, por meio de vacinação, pode influenciar o ritmo de recuperação da economia, impulsionando especialmente o setor de serviços.

A economia mundial tem apresentado evolução favorável, com a retomada surpreendendo e levando a revisões para cima do crescimento, projetado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em -4,4% em 2020 e 5,2% em 2021. O comércio internacional, depois de forte queda na primeira metade do ano, já mostra recuperação, levando ao aumento dos preços das *commodities* que, exceto pelo petróleo, já superaram o nível pré-pandemia. A perspectiva de continuidade das políticas monetárias e fiscais expansionistas nos países avançados reacendeu o apetite por risco e estimulou as bolsas de valores e os fluxos de capital para países emergentes. Esse contexto internacional positivo é importante para a economia brasileira porque, além de favorecer o crescimento pelo efeito sobre as exportações, oferece uma janela de oportunidade para a implementação de reformas estruturais, cujo impacto sobre as finanças públicas se dá em horizonte de médio e longo prazo.

A atividade econômica no Brasil voltou a crescer mais cedo e mais intensamente que o previsto em meados do ano. Os indicadores de outubro relativos à produção industrial, vendas do comércio e receitas de serviços mostram que essa reação deve continuar no quarto trimestre, ainda que em ritmo mais moderado, segundo as estimativas com dados preliminares para novembro. No mercado de trabalho, a ocupação também cresceu, mas seu nível ainda corresponde a cerca de 10 milhões de pessoas ocupadas a menos que no primeiro trimestre do ano. Os mais afetados pela pandemia foram os trabalhadores informais, já que no segmento formal, de julho a outubro, foram criados aproximadamente 1,1 milhão de novos empregos com carteira assinada.

Um elemento complicador da situação macroeconômica foi a recente aceleração da inflação, refletindo problemas domésticos localizados, relacionados à oferta de produtos agrícolas específicos, como o arroz, e a forte desvalorização cambial, que impactou preços agrícolas, de insumos e de bens de consumo em geral, conforme captado pelos índices de preços no atacado. Dada a sua natureza, o choque tem caráter temporário, e ocupa o espaço que havia entre a inflação corrente e a meta do Banco Central. Por isso, espera-se que a política monetária continue em terreno expansionista, embora a perspectiva de sua normalização esteja um pouco mais próxima que há alguns meses.

O principal nó da economia brasileira continua sendo o desequilíbrio fiscal. O aumento de gastos para mitigar os efeitos da pandemia deverá produzir um *deficit* primário da ordem de 12% do PIB em 2020, levando a dívida pública para cerca de 90% do PIB. Isso significa que o esforço para reverter a trajetória de crescimento da dívida terá que ser maior do que antes, dados os efeitos permanentes da queda do PIB em 2020 sobre a arrecadação de impostos e o próprio aumento da relação dívida/PIB. Além disso, em 2021, o efeito da aceleração recente do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e de outras medidas aprovadas pelo Congresso

levará a um aumento das despesas obrigatórias maior que a correção do teto de gastos em relação a 2020, o que reduz ainda mais o espaço fiscal, definido como o valor das despesas discricionárias compatível com o respeito ao teto.

A ideia de que é possível manter *deficit* fiscais por muito tempo, financiando-os por aumento de dívida pública sem incorrer em problemas de sustentabilidade, ganhou corpo nos países desenvolvidos no contexto de um debate sobre a tendência de que as atuais taxas de juros são na verdade um fenômeno de longo prazo e que continuarão ainda por um longo tempo em nível inferior à taxa de crescimento da economia. Sua aplicação ao Brasil, no entanto, é um equívoco dado que as taxas de juros que incidem sobre nossa dívida pública são bem mais elevadas que nos países avançados, encontrando-se apenas temporariamente abaixo do nível neutro, compatível com a inflação dentro da meta. A normalização da política monetária deverá levar a taxa de juros real para um patamar superior à taxa de crescimento do produto potencial, o que inviabiliza uma estratégia de ampliação do *deficit* primário nos próximos anos sem recolocar, de forma ainda mais dramática que agora, o problema da sustentabilidade da dívida pública.

O cenário de curto prazo, portanto, ainda encontra-se carregado de incertezas do ponto de vista da atividade econômica. Há fatores favoráveis, como o fato de o crescimento até certo ponto inesperado da demanda ter sido atendido também por redução de estoques, cuja recomposição garante a continuidade dos atuais níveis de produção, mesmo com alguma desaceleração da demanda final devido ao fim do auxílio emergencial. Entretanto, o agravamento da pandemia nos últimos meses, e o fato de que a vacinação em massa tende a produzir efeitos apenas gradualmente após seu início, pode levar a um novo período de distanciamento social, seja por imposição de novas restrições ou por decisão voluntária, como reação ao aumento do risco de contaminação. Além disso, a evolução da economia no futuro dependerá de forma crucial da percepção quanto ao comprometimento com a disciplina fiscal por parte do governo, do Congresso e da sociedade em geral.

A projeção para o último trimestre de 2020, com base nos indicadores coincidentes divulgados até o momento, sugere a manutenção do cenário de recuperação, ainda que com desaceleração do crescimento do PIB na margem, que deverá registrar 2,1% na comparação sem efeitos sazonais. Essa desaceleração é esperada, principalmente, pela alta base de comparação associada ao trimestre anterior, quando a economia devolveu grande parte das perdas acumuladas nos meses de março e abril. Com isso, o PIB encerraria o ano de 2020 com uma queda de 4,3%.

A trajetória do PIB ao longo de 2020, com a atividade econômica mais aquecida no segundo semestre, deverá deixar como herança um carregamento estatístico bastante positivo para 2021, de 2,7%. Caso os efeitos de uma possível segunda onda de Covid-19 não surpreendam negativamente, e caso haja avanços concretos na direção de um regime fiscal sustentável, projeta-se crescimento de 4,0% do PIB em 2021. O PIB industrial, que apresentou forte crescimento no terceiro trimestre, continuará se beneficiando da demanda doméstica e dos estímulos provenientes da demanda externa em alguns segmentos. Com isso, deve fechar o ano de 2021

com expansão de 5%. Diante do recrudescimento da pandemia, a recuperação do setor de serviços deverá ser um pouco mais lenta, registrando crescimento de 3,8%. Estima-se uma contribuição também menor do PIB Agropecuário em 2021, com alta de 1,5%, ante estimativa de 2,3% em 2020.

Pelo lado da demanda, apesar da acomodação esperada no início do ano, projeta-se crescimento de 3,5% para o consumo das famílias em 2021, enquanto o investimento crescerá 5,3%, com destaque para o setor da construção civil. Por fim, diante do cenário externo favorável e de uma taxa de câmbio ainda relativamente depreciada em relação ao nível de alguns anos atrás, as exportações devem crescer 4,9%, enquanto as importações devem recuperar-se em relação à queda deste ano, crescendo 5,1% em 2021.

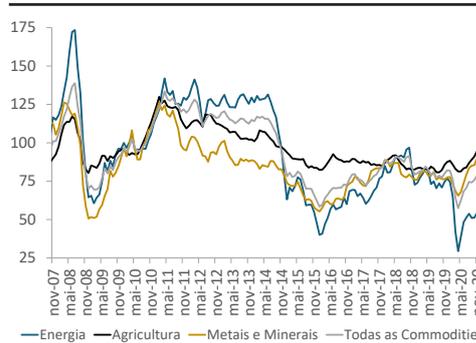
## 1 Economia mundial<sup>1</sup>

A economia mundial mostrou forte recuperação no terceiro trimestre, após a queda do trimestre anterior. O PIB dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) caiu 10,5% no segundo trimestre, mas cresceu 9% no terceiro. O FMI reviu sua projeção de crescimento da economia mundial em 2020 de -5,2% para -4,4%, principalmente em função da revisão do crescimento previsto para os países avançados, de -8,1% para -5,3%. Para 2021, a expectativa é que a economia mundial cresça 5,2%.

O comércio internacional foi duramente afetado no primeiro semestre, com queda de 17% de janeiro a maio. Desde então, houve forte recuperação, com crescimento acumulado de 18,4% até setembro. Ainda assim, a previsão do FMI para o comércio internacional é de queda de 10,4% em 2020, voltando a crescer em 2021 (8,3%). Em novembro, por exemplo, as exportações e importações da China cresceram 21% e 4,5%, respectivamente, em relação a novembro do ano passado.

Uma das consequências retomada da economia mundial foi o aumento do preço das *commodities*. O índice geral do FMI caiu 30% de dezembro de 2019 a abril de 2020, mas já cresceu 37% desde então até novembro. A flutuação do preço do petróleo foi particularmente acentuada: queda de 61,2% no primeiro período e aumento de 85,8% no segundo. Os produtos agrícolas flutuaram menos nos dois sentidos, mas seu nível em novembro era o mais alto desde o final de 2014. Destaca-se ainda o preço do minério de ferro, que cresceu 42% desde abril, situando-se no nível mais elevado desde o início de 2014.

GRÁFICO 1  
Preços de *commodities*  
(Índice 2010=100)



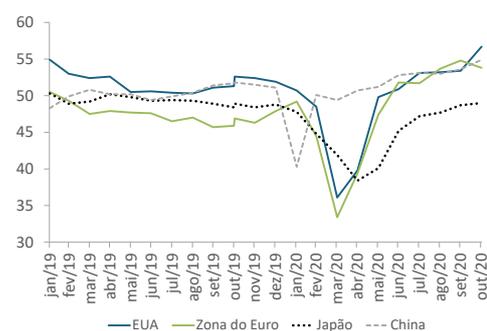
Fonte: Banco Mundial e FMI.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

1. Esta seção contou com o auxílio de Caio Leite, Assistente de Pesquisa da Dimac/Ipea.

Em boa medida, essa pressão sobre o preço de *commodities* vem da recuperação chinesa, cujo PIB caiu 10% no primeiro trimestre, recuperando-se 11,7% e 2,7% nos dois trimestres seguintes, respectivamente. Os indicadores mensais de produção industrial, vendas do comércio e investimentos mostraram aceleração em novembro, para 7,0%, 5,0% e 9,8%, em termos anuais, respectivamente. Vale mencionar, também, que nos meses iniciais da pandemia ocorreu uma forte busca por proteção, e o dólar se valorizou 6,6% contra uma cesta de moedas até o final de março, em relação ao final de 2019, mas desde então passou por uma desvalorização de 11,7%.

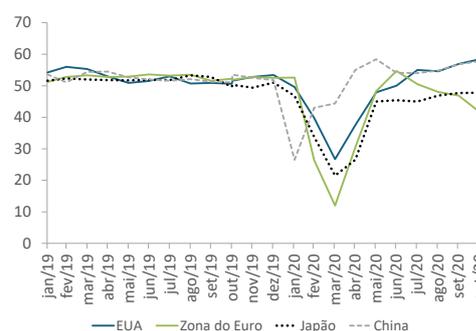
A reversão dos efeitos do choque da Covid-19 ocorreu mais rapidamente que o esperado, contando com o impulso de políticas fiscais e monetárias fortemente expansionistas tanto nos países avançados quanto nos emergentes. Configura-se assim um ambiente externo relativamente favorável no curto prazo, na medida em que há bastante impulso para manter as economias centrais crescendo mesmo em meio ao recente agravamento da pandemia – com o impacto da retomada de medidas de distanciamento social sendo sentido principalmente nos serviços, enquanto a indústria mantém-se em expansão.

**GRÁFICO 2**  
**PMI Indústria**  
(Índice de difusão: 50 = neutro)



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 3**  
**PMI Serviços**  
(Índice de difusão: 50 = neutro)



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

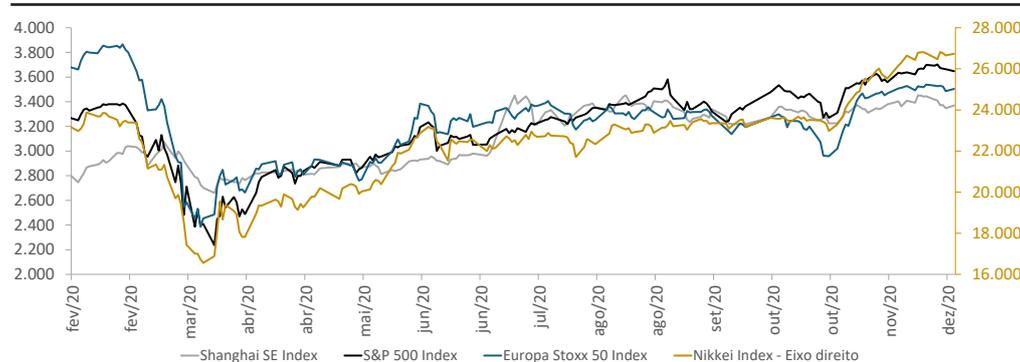
Em sentido oposto ao “vento contra” do curto prazo representado pelo agravamento da pandemia nos Estados Unidos e na Europa, os mercados financeiros passaram a antecipar, a partir de novembro, a perspectiva do início dos processos de vacinação contra a Covid-19, o que é percebido como prelúdio de uma volta à normalidade. O apetite por risco voltou também com a definição das eleições americanas, possivelmente por uma perspectiva de redução das tensões internacionais, embora a expectativa de um acordo no Congresso para um novo pacote fiscal ainda não tenha se concretizado.

Na Europa, onde a segunda onda da Covid-19 vem se manifestando intensamente, o efeito sobre a atividade é percebido como transitório e as expectativas voltaram a melhorar com a postura do Banco Central Europeu de manter as políticas de aquisição de ativos e taxa de juros negativa e com o acordo para a efetiva imple-

mentação do Fundo Europeu de Reconstrução – primeira iniciativa de vulto no sentido de promover apoio financeiro a países da União Europeia financiado por endividamento supranacional, no montante de € 750 bilhões.

A perspectiva de continuidade de políticas monetárias ainda bastante acomodativas decorre do comportamento ainda frustrante da inflação nos países centrais, muito inferior às metas. Na Área do Euro, o índice de preços ao consumidor cheio em novembro teve deflação anual de -0,3% pelo terceiro mês consecutivo, enquanto o núcleo variou apenas 0,2%. Nos Estados Unidos, essas variações foram 1,2% e 1,7%, e na China, -0,5% e 0,5%, respectivamente.

GRÁFICO 4  
Índices de bolsas de valores



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Esse contexto internacional é importante para a economia brasileira porque oferece uma janela de oportunidade para a implementação de reformas estruturais, cujo impacto sobre as finanças públicas se dá em horizonte de médio e longo prazo. Com a economia mundial em crescimento e a continuidade de políticas expansionistas – especialmente a monetária, que garante uma ampla liquidez internacional e fluxos de capital para países emergentes –, as taxas de juros e de câmbio, e consequentemente a rolagem da dívida pública, ficam menos pressionadas, permitindo o ajuste gradual do desequilíbrio no resultado primário.

## 2 Economia brasileira: o desempenho recente<sup>2</sup>

O crescimento de 7,7% do PIB no terceiro trimestre, apesar de inferior às expectativas do período mais próximo à divulgação, revelou uma reação superior à esperada alguns meses antes. A diferença entre observado e expectativas poder ser em parte decorrência das revisões das Contas Nacionais e Trimestrais de anos anteriores. Por um lado, o crescimento do PIB foi revisto para cima em 2018 e 2019, o que eleva a base de comparação. Por outro, entre as revisões destaca-se aquela relativa ao crescimento dos serviços em 2019 (de 1,3% para 1,7%), o que aumentou seu peso na composição setorial do crescimento agregado em 2020, puxando-o para baixo na medida em que, apesar da reação recente, o setor serviços – o mais

2. Esta seção contou com o auxílio de Maria Andréia P. Lameiras, Estêvão K. X. Bastos e Francisco Santos, Técnicos de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea.

intensamente afetado pelas medidas de distanciamento social – vem apresentando pior desempenho que a agropecuária e a indústria, principalmente os serviços prestados às famílias.

A indústria e o comércio varejista vêm tendo uma recuperação forte, e em outubro a produção e as vendas já haviam ultrapassado os níveis de fevereiro, período imediatamente anterior ao recrudescimento da pandemia. Esse bom desempenho reflete o aumento da demanda doméstica, particularmente do consumo de bens, estimulado pelos programas de transferência de renda, pela queda da taxa de juros e pela própria mudança de hábitos dos consumidores, com o deslocamento da demanda de serviços para bens. Além disso, alguns setores têm se beneficiado da recuperação de demanda externa, como o agronegócio, cuja renda deve ter aumentado significativamente pelo efeito combinado de preços externos favoráveis e desvalorização cambial superior a 30% em termos anuais até novembro, que, por outro lado, aumentou o custo dos insumos importados.

Os investimentos também se recuperaram no terceiro trimestre, tendo crescido 11% na comparação dessazonalizada com o trimestre anterior, após queda de 16,5% no segundo trimestre. O comportamento dos componentes da formação de capital fixo, contudo, é heterogêneo: de acordo com o Indicador Ipea de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), enquanto a construção civil apresenta um ritmo mais aquecido (crescimento de 18,4% no terceiro trimestre), já superando os níveis pré-pandemia, a demanda por máquinas e equipamentos cresceu apenas 9,7%, e em setembro ainda se encontrava 21,4% abaixo do nível verificado em fevereiro. A oferta interna de bens de capital, obtida pela produção menos as exportações, teve crescimento robusto no trimestre (50,7%), após queda de 29% no segundo, mas as importações continuam caindo fortemente (-41% e -13%, respectivamente). Para outubro, o Indicador Ipea de FBCF estima estabilidade na margem.

A atividade econômica manteve-se em expansão no início do quarto trimestre. A produção industrial medida na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), registrou alta de 1,1% em outubro, na série com ajuste sazonal. O resultado representou a sexta variação positiva seguida na margem, embora o indicador venha apresentando desaceleração desde julho. Com isso, o *carry-over* para o quarto trimestre ficou em 4,1%. As vendas no varejo em outubro também cresceram pelo sexto mês consecutivo, com alta de 2,1% sobre setembro, na série ajustada. O resultado, divulgado na Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), surpreendeu positivamente, deixando um *carry-over* de 4,2% para o quarto trimestre.

A receita de serviços, de acordo com a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), avançou 1,7% entre setembro e outubro. Embora em ritmo mais lento que os demais setores, os serviços vêm reagindo positivamente ao processo de flexibilização das medidas de isolamento social ocorrido nos últimos meses. Com isso, mesmo que permaneça estagnado nos últimos dois meses do ano, o setor de serviços já tem contratado um crescimento de 4,1% para o quarto trimestre.

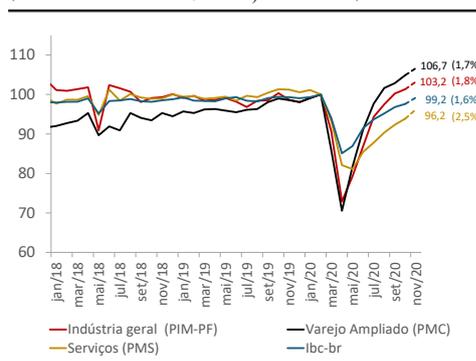
As estimativas da Dimac/Ipea para a atividade da economia em novembro indicam crescimento da produção industrial de 1,8% na série sem efeitos sazonais, enquanto as vendas no comércio e o volume de serviços teriam registrado altas de 1,7% e 2,5%, respectivamente (ver gráfico 5).

O desempenho favorável da produção e das vendas contrasta com a situação do mercado de trabalho, em que o desemprego é alto e tende a crescer no curto prazo. Embora tenha havido recuperação dos níveis de ocupação ao longo dos últimos meses, a expansão mais rápida da força de trabalho tem resultado em sucessivos avanços na taxa de desemprego. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio (PNAD) Covid-19, após recuar de 84,4 milhões para 81,5 milhões, entre maio e julho, a população ocupada iniciou um processo de expansão a partir de agosto, de modo que em outubro já havia voltado ao patamar de 84,1 milhões. Entretanto, à exceção de julho, em que apresentou queda, na margem, a força de trabalho vem se expandindo mês a mês, de tal modo que, se em maio o contingente de desempregados na economia era de 10,1 milhões de pessoas – correspondendo a uma taxa de desocupação de 10,7% –, em outubro o número de desempregados havia saltado para 13,8 milhões – 14,1% da população economicamente ativa (PEA).

Para os próximos meses, a tendência é de novas elevações na taxa de desocupação, mesmo diante de uma contínua expansão da população ocupada, tendo em vista que parte dos trabalhadores que saíram da força de trabalho durante a pandemia devem retornar ao mercado à procura de uma nova colocação, tanto pelo relaxamento das medidas de isolamento social quanto pelo fim do auxílio emergencial.

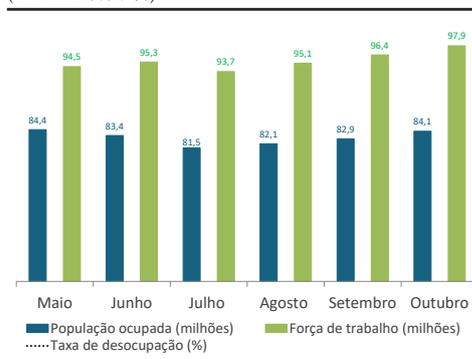
Embora o cenário para o mercado de trabalho como um todo se mostre bastante difícil, o desempenho recente do emprego formal merece ser destacado. Segundo as estatísticas da Secretaria de Trabalho do Ministério da Economia, após um forte aumento do número de requerimentos de seguro-desemprego entre abril e junho, o total de pedidos desde julho vem se mantendo abaixo dos observados nos mesmos períodos de 2018 e 2019, sinalizando que os cortes de pessoal por conta da pandemia pare-

GRÁFICO 5  
Indicadores selecionados de atividade econômica (jan./2018-nov./2020)  
(Índice fev./2020=100, com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE; Fundação Getúlio Vargas (FGV); Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 6  
PEA, população ocupada e taxa de desocupação  
(Em milhões e %)

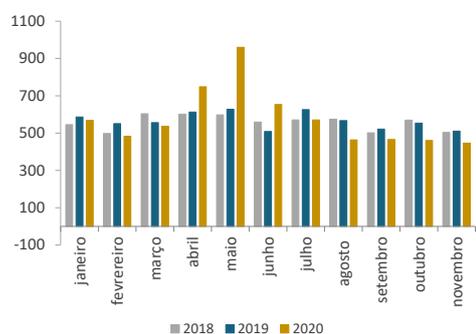


Fonte: IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

cem já ter terminado. Adicionalmente a essa desaceleração das demissões, os dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED) indicam também que vem aumentando o ritmo de contratações no mercado de trabalho formal: de julho a outubro, foram criados aproximadamente 1,1 milhão de novos empregos com carteira assinada. Apesar desse bom resultado, no acumulado do ano o saldo ainda está negativo, em mais de 170 mil.

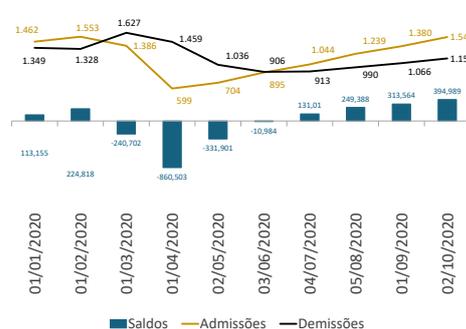
Do ponto de vista da posição na ocupação, portanto, os mais afetados pela pandemia foram os trabalhadores informais. Isso decorre do impacto diferenciado entre setores, com as medidas de isolamento social impactando muito mais fortemente o comércio e os serviços, que são, direta ou indiretamente, intensivos em mão de obra informal (empregado sem carteira) e autônoma (conta própria). Além disso, o Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda (Bem), que possibilitou a redução da jornada de trabalho e a suspensão temporária de contratos, certamente evitou um número maior de demissões no setor formal, especialmente no período de maior restrição à circulação de pessoas. De acordo com o Ministério da Economia, de abril a até o início de dezembro, aproximadamente 1,5 milhão de empregadores aderiram ao programa, beneficiando mais de 9,8 milhões de trabalhadores formais.

GRÁFICO 7  
Pedidos de seguro-desemprego  
(Em milhares)



Fonte: Secretaria de Trabalho e Emprego do Ministério da Economia.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 8  
CAGED: admissões, desligamentos e saldo  
(Em milhares)



Fonte: CAGED  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

Um elemento complicador da situação macroeconômica foi a recente aceleração da inflação, refletindo problemas localizados, relacionados ao balanço de oferta e demanda de produtos agrícolas específicos, como o arroz, e a forte desvalorização cambial, que impactou preços agrícolas, de insumos e de bens de consumo em geral, conforme captado pelos índices de preços no atacado – além da retomada dos preços internacionais das *commodities* agrícolas. Em nível do consumidor, a inflação em doze meses alcançou 4,3% pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Caso a inflação de alimentos (21,1%) seja excluída do índice, a variação cai para 1,7%. As medidas de núcleo apontam para um choque localizado: na média das medidas mais usadas,<sup>3</sup> a inflação anual em novembro foi 2,6%, apenas ligeiramente superior à variação de 1,9% registrada em agosto. Entretanto, o índice de difusão para o IPCA ex-alimentos atingiu 61% – o mais alto desde setembro de 2016. Da mesma forma, o Índice de Preços por Atacado (IPA) indica potenciais

3. Dupla ponderação, médias aparadas e exclusão.

pressões à frente: para os alimentos, a variação em doze meses do IPA alcançou 60,6% em novembro, enquanto para os bens industriais ela foi de 24,7%, depois de ter registrado variação anual de apenas 4,3% em abril.

Em sentido contrário, os preços administrados e dos serviços têm impedido a inflação de acelerar ainda mais, com variações anuais de 0,9% e 1,6%, respectivamente. No entanto, a inflação de serviços vem sendo negativamente impactada por itens específicos, muito afetados pela pandemia, como passagens aéreas, hotéis, excursões, cursos etc. Se esses itens forem excluídos do cálculo, o núcleo dos serviços tem variação anual de 2,4%. As expectativas de inflação, segundo a mediana da Focus, se mantêm ancoradas em torno das metas do Banco Central nos próximos anos: para 2021, apesar de terem aumentado de 3% em meados de outubro para 3,3% agora, elas ainda estão abaixo da meta de 3,75%. Para 2022 e 2023, as expectativas estão em torno das metas, de 3,5% e 3,25%, respectivamente.

A política monetária tem se mantido expansionista, com a taxa Selic em 2% ao ano desde agosto – nível recorde de baixa, que visa contrapor-se ao impacto negativo da pandemia sobre a atividade econômica. Além disso, o Comitê de Política Monetária (Copom) vinha sinalizando com a perspectiva de que a taxa básica de juros se manteria nos níveis correntes enquanto as expectativas se mantivessem abaixo da meta de inflação no horizonte relevante; as expectativas de longo prazo permanecessem ancoradas; e o regime fiscal apontasse para a sustentabilidade da dívida pública. Em sua última reunião, o Copom indicou que essa orientação futura (*forward guidance*) poderá ser retirada em algum momento de 2021 diante da perspectiva de convergência das expectativas no horizonte relevante para a meta (embora, como visto, a expectativa para 2021 ainda esteja abaixo dela) e do progressivo fechamento do hiato do produto.

Ajudado por essa política monetária expansionista, o crédito vem sendo uma alavanca importante para a retomada, refletindo as medidas de redução da taxa básica de juros e dos compulsórios; de flexibilização de normas e exigências regulatórias; e de aumento do crédito direcionado, por meio de programas de garantias a empréstimos pelo Tesouro. O saldo das operações de crédito atingiu 53,4% do PIB em outubro, um aumento de 6,4 p.p. do PIB em relação a um ano antes. Essa variação reflete uma aceleração em relação ao baixo crescimento observado até o início do ano, em que a expansão do crédito privado, mesmo que lenta, era parcialmente neutralizada pela redução do crédito direcionado. O crédito total crescia à taxa anual, descontada a inflação, de 2,1% em dezembro de 2019, taxa que passou para 10,2% em outubro. O saldo das operações de crédito direcionado em dezembro de 2019 era 6,4% menor, em termos reais, que um ano antes; em outubro, o crescimento na comparação anual foi 8,1%. Para o crédito com recursos livres, essas variações foram 9,4% e 11,9%. Na comparação entre pessoas físicas e pessoas jurídicas, o crédito às empresas acelerou fortemente, com o crescimento a preços constantes passando de -4,2% em dezembro para 16,6% em outubro, enquanto o crédito às famílias desacelerou, de 7,3% em dezembro para 5,7% em outubro.

GRÁFICO 9

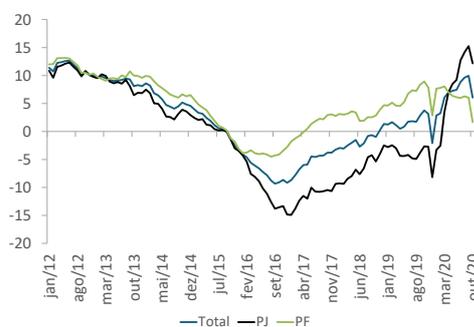
**9 Saldo das Operações de Crédito segundo a origem dos recursos - taxa de variação contra igual mês do ano anterior**  
(Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 10

**Saldo das Operações de Crédito segundo a natureza do tomador - taxa de variação contra igual mês do ano anterior**  
(Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O aumento do crédito às famílias num contexto de piora do desemprego gera certa preocupação. Não obstante, mesmo que os níveis de comprometimento de renda sejam crescentes (em junho era de 20,73% e passou para 21,02% em agosto), ainda não há reflexos na inadimplência no Sistema Financeiro Nacional (SFN). Muito pelo contrário, a inadimplência continua em queda tanto no segmento de recursos livres (3,3% em outubro, mínima histórica dos últimos dez anos) quanto no segmento de recursos direcionados. Porém, com a redução dos auxílios governamentais, a expectativa é de que haja reflexo negativo nos níveis de inadimplência.

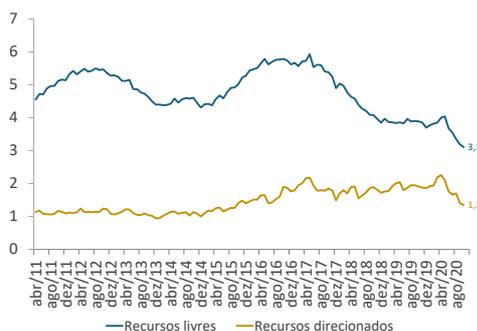
As taxas de juros médias do SFN para novas concessões estão estáveis desde julho. Na comparação com os últimos doze meses, observa-se queda expressiva concentrada na taxa para recursos livres (de 37,4% em julho de 2019 para 26,5% em outubro de 2020). A taxa para recursos direcionados apresentou queda de menor magnitude (8,05% em julho de 2019 para 7,15% em outubro de 2020). Em igual período, a taxa média geral caiu exatos 6 p.p., de 24.67% para 18.7%.

### 3 O desafio do desequilíbrio fiscal<sup>4</sup>

O principal nó da economia brasileira é o desequilíbrio fiscal. O aumento de gastos para mitigar os efeitos da pandemia deverá produzir um *deficit* primário da ordem de 12% do PIB em 2020, levando a dívida pública para mais de 90% do PIB. Em outro contexto, isso não seria necessariamente motivo de grande preocupação,

GRÁFICO 11

**Inadimplência de créditos com recursos livres e direcionados**  
(Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

4. Esta seção contou com a colaboração de Felipe Martins, Assistente de Pesquisa da Dimac/Ipea; Sérgio F. Ferreira, Analista de Planejamento e Orçamento na Dimac/Ipea; Estêvão K. X. Bastos e Alexandre Manoel A. da Silva, Técnicos de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea.

principalmente pelas condições financeiras internacionais favoráveis, que, se espera, continuarão assim ainda por algum tempo. Em outros países as medidas fiscais também levaram ao aumento de seus *deficit* e dívidas públicas. No Brasil, contudo, partiu-se de uma posição já frágil, com *deficit* primários há sete anos e dívida pública como proporção do PIB muito superior àquela de países com nível semelhante de renda *per capita*. Essa posição fiscal reflete fatores estruturais que geram uma dinâmica perversa para as contas públicas: o aumento contínuo de despesas obrigatórias em um contexto de carga tributária já elevada e um alto grau de rigidez orçamentária que limita os ajustes necessários a um conjunto restrito de despesas, especialmente investimentos.

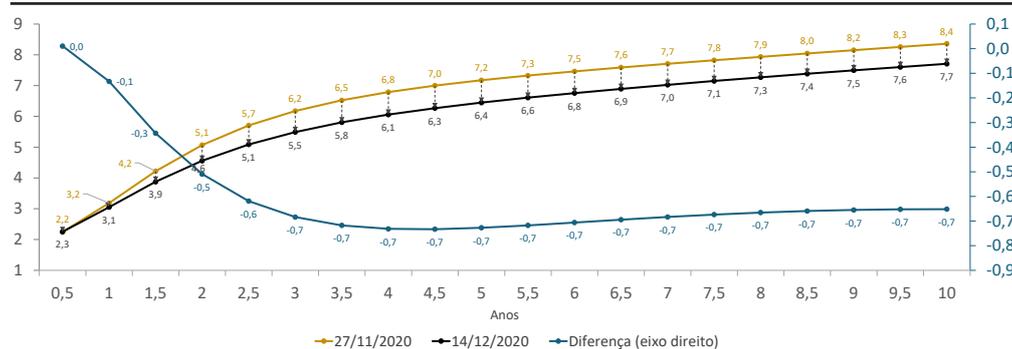
As incertezas em relação ao futuro das contas públicas foram importante fonte de volatilidade nos mercados financeiros desde março, refletindo a percepção dos agentes quanto aos movimentos da política e seus reflexos em termos da evolução própria da pandemia e, principalmente, da perspectiva de se avançar com o ajuste fiscal estrutural. Em particular, desde o final de 2019, aguardam votação no Congresso mudanças constitucionais que permitem conter o crescimento dos gastos, o que é importante para manter o teto de gastos – âncora que dá credibilidade à política fiscal brasileira mesmo neste período de alta do endividamento.

Apesar das incertezas, o mercado financeiro doméstico mostrou forte dinamismo nas últimas semanas – a taxa de câmbio apreciou, a bolsa de valores registrou recuperação forte desde novembro e vem-se observando quedas nas taxas de juros de mercado em vários indicadores, como na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) nominal,<sup>5</sup> obtida do mercado secundário de títulos públicos federais, nos contratos de DI Futuro e nos leilões primários do Tesouro Nacional. Entre as razões para isso, estariam a demanda internacional em alta por ativos de países emergentes; os dados recentes de produção industrial e PIB abaixo do esperado; e o acionamento da bandeira vermelha nível 2 nas contas de luz em dezembro pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), o que reduziria a inflação esperada para 2021. Como os dois últimos fatores afetam apenas o curto prazo, a força dominante, na medida em que envolve também a redução dos juros longos, parece ser o cenário externo e a conseqüente mudança de humor dos investidores, que passaram a buscar mais ativos de risco diante da perspectiva de juros internacionais muito baixos ainda por muito tempo. Não parece correto interpretar a redução dos juros como reflexo de uma menor percepção dos riscos fiscais.

Os gráficos a seguir mostram a queda na ETTJ e a redução da sua inclinação: no primeiro, entre 27 de novembro e 14 de dezembro, a curva caiu em toda sua extensão, reduzindo-se em 0,7 ponto percentual (p.p.) a partir do vértice de três anos; no segundo, observa-se uma tendência de redução da diferença entre a taxa de dez anos e a de dois anos que vem desde o final de maio, quando atingiu 4,8 p.p., para chegar a 3,1 p.p. no dado mais recente.

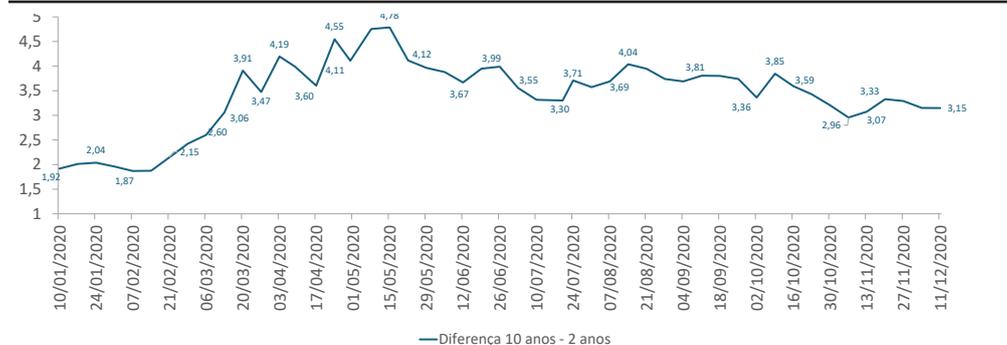
5. Calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

GRÁFICO 12  
ETTJ nominal dos títulos públicos  
(Em %)



Fonte: Anbima.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13  
Inclinação da ETTJ: diferença entre o rendimento dos títulos de 10 anos e o dos títulos de 2 anos  
(Em %)



Fonte: Anbima.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

### 3.1 Impactos da pandemia e espaço fiscal

A pandemia da Covid-19 trouxe enormes desafios para a já difícil situação fiscal do país. Diante da grave crise sanitária e econômica a ser enfrentada a partir de março, foi necessária a adoção, pelo governo federal, de um conjunto amplo de medidas emergenciais visando proteger a vida e a saúde das pessoas, bem como preservar empregos, renda e empresas. A maior parte dessas medidas envolveu aumentos de gastos e/ou perda de receitas públicas em magnitude significativa. Como resultado disso, o *deficit* primário e a dívida pública aumentaram significativamente em 2020.

O reconhecimento do estado de calamidade pública e a implantação de um regime fiscal extraordinário dispensaram, durante o período do estado de calamidade, a observância da Regra de Ouro e da meta de resultado primário definida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) 2020, bem como permitiram a realização das despesas requeridas pelo enfrentamento da pandemia por meio da abertura de créditos extraordinários, que não são computados no teto de gastos. A implementação desse regime fiscal extraordinário foi feita com cuidado, deixando-se claro que a dispensa ou o afastamento das exigências legais ordinárias somente valeria durante

o estado de calamidade, e o processo de consolidação fiscal seria retomado a partir de 2021. Essa mensagem foi aparentemente compreendida pelos agentes de mercado, visto que, apesar da expressiva piora dos indicadores fiscais ao longo de 2020, não houve descontrole na rolagem da dívida pública ou em suas taxas de juros. É certo, porém, que a pandemia tornou a situação fiscal ainda mais desafiadora, independentemente do compromisso do governo em trazer os gastos públicos de volta à trajetória esperada antes da pandemia. De um lado, a maior razão dívida-PIB aumenta o esforço requerido para estabilizá-la, *ceteris paribus*. De outro, a redução permanente do nível de atividade econômica relativamente à trajetória esperada antes da pandemia implica perda permanente também no que se refere ao nível da receita tributária, de modo que os *deficit* primários esperados para os próximos anos aumentaram. É compreensível, portanto, que tenha havido alguma piora na percepção de risco em relação à situação fiscal do país.

A tabela 1 detalha, entre março e dezembro, os principais gastos da União no enfrentamento da Covid-19, com destaque para o auxílio emergencial à população carente e aos trabalhadores informais; o auxílio financeiro aos entes subnacionais; o Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda; as despesas adicionais com ações de saúde; e o direcionamento de recursos para os fundos garantidores de operações e de crédito. A tabela 2 apresenta a distribuição por função desses gastos, acumulados no período de referência.

TABELA 1

**Gastos da União no enfrentamento da Covid-19**  
(Em R\$ bilhões)

	Despesas pagas											Dotação	Gastos não realizados
	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez(1)	Acum. mar-dez(1)		
<b>Extraordinário</b>	<b>1,04</b>	<b>46,31</b>	<b>53,35</b>	<b>97,18</b>	<b>75,83</b>	<b>82,88</b>	<b>73,57</b>	<b>35,22</b>	<b>22,83</b>	<b>19,38</b>	<b>507,59</b>	<b>573,42</b>	<b>65,83</b>
Auxílio Emergencial a Pessoas em Situação de Vulnerabilidade		35,78	41,08	44,68	45,88	45,34	10,89	5,32	0,77	1,27	231,00	254,24	23,24
Auxílio Emergencial Residual							13,29	15,57	17,03	16,76	62,64	67,60	4,96
Auxílio Financeiro aos Estados, Municípios e DF		1,03	0,94	19,68	18,30	15,23	17,10	2,97	0,00	0,00	75,25	76,19	0,94
Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda		0,33	6,51	7,11	4,29	4,09	3,32	3,10	2,54	0,68	31,97	51,55	19,58
Cotas dos Fundos Garantidores de Operações e de Crédito			0,00	20,90	0,00	5,00	17,00	5,00	0,00	0,00	47,90	47,90	0,00
Financiamento de infraestrutura turística			0,00	0,38	0,01	0,03	0,16	0,20	0,65	0,00	1,42	5,00	3,58
Outras Despesas	1,04	9,18	4,83	4,43	7,36	13,18	11,82	3,06	1,84	0,68	57,41	70,95	13,54
<b>Inicial (LOA)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,03</b>	<b>0,39</b>	<b>0,18</b>	<b>0,80</b>	<b>1,51</b>	<b>0,71</b>	<b>0,71</b>
<b>Total Geral</b>	<b>1,04</b>	<b>46,32</b>	<b>53,36</b>	<b>97,20</b>	<b>75,86</b>	<b>82,93</b>	<b>73,65</b>	<b>35,25</b>	<b>23,22</b>	<b>19,56</b>	<b>508,39</b>	<b>574,94</b>	<b>66,54</b>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Nota: <sup>1</sup> Até 15/12.

Um aspecto importante da tabela 1 se refere aos gastos autorizados para o enfrentamento da pandemia em 2020, mas não realizados até meados de dezembro. Parte desses gastos poderá ser inscrita como restos a pagar em 2021 e, por ser derivada de créditos extraordinários, continuará não sendo computada no teto de gastos. Isso deverá contribuir para uma ulterior piora do resultado primário em 2021 e, em tese, poderá elevar a percepção de risco fiscal, por representar um afastamento adicional em relação ao nível de resultado primário requerido para estabilizar a relação dívida-PIB. É importante destacar, contudo, que não se trata de uma solução

para “gastar fora do teto”; afinal, esses restos a pagar somente poderão ser utilizados no enfrentamento da pandemia, e esta, infelizmente, não acabou. Várias despesas associadas à crise sanitária ainda serão necessárias ao longo de 2021. Ainda assim, será importante que o Executivo e o Congresso avancem na aprovação de medidas voltadas para a contenção de despesas obrigatórias – em especial, a PEC Emergencial – e para a redução de gastos tributários, visando “compensar” a piora do resultado primário associada aos gastos com a pandemia que extravasarão para 2021.

TABELA 2  
**Gastos da União no enfrentamento da Covid-19 – por função**  
 (Em R\$ bilhões)

	Total Geral
<b>Extraordinário</b>	<b>507,59</b>
Assistência social	328,70
Encargos especiais	138,85
Saúde	37,12
Comércio e serviços	1,42
Defesa nacional	0,40
Ciência e tecnologia	0,39
Direitos da cidadania	0,22
Segurança pública	0,18
Educação	0,16
Relações exteriores	0,09
Administração	0,05
Previdência social	0,01
Comunicações	0,00
<b>Inicial (LOA)</b>	<b>0,80</b>
<b>Total Geral</b>	<b>508,39</b>

Fonte: STN.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Para além das despesas voltadas especificamente ao enfrentamento da pandemia e seu impacto negativo no resultado primário, o grande desafio fiscal em 2021 se refere à contenção de gastos visando cumprir a regra do teto. A tabela 3 apresenta a estimativa das despesas primárias sujeitas ao teto, e deixa claro que, uma vez computadas as despesas obrigatórias esperadas para o ano, o espaço fiscal permitido pela regra do teto – ou seja, o nível máximo das despesas discricionárias compatível com o cumprimento da regra – é muito baixo em termos históricos. Isso significa que, a fim de manter os gastos dentro do teto, o governo provavelmente terá que cortar programas e ações de caráter discricionário, e poderá até mesmo ser obrigado a interromper o funcionamento de certas atividades, a menos que se avance efetivamente na aprovação das emendas constitucionais que permitirão conter o avanço das despesas obrigatórias.

Em 2021, em particular, a previsão, como se pode ver na tabela, é de que os gastos discricionários se situem no menor nível desde a introdução do teto de gastos, com uma queda de 36%, em termos reais, em relação à média 2017-2020. O descasamento de índices – isto é, a diferença entre o índice usado para corrigir o teto (IPCA acumulado de julho de 2019 a junho 2020), que foi de 2,1%, e o índice que corrige boa parte das despesas obrigatórias, por reajustar o salário-mínimo (o INPC acumulado no ano), estimado em 4,1% na LDO 2021, é responsável por parte dessa contração do gasto discricionário.

Duas qualificações precisam ser feitas ao valor apresentado. Por um lado, essas despesas talvez tenham que ser ainda mais comprimidas porque o PLOA ainda não

inclui a desoneração das contribuições previdenciárias de setores específicos, que acarretam compensação do Tesouro, e que em 2020 somou R\$ 9,3 bilhões. Por outro, é preciso considerar que na execução dos anos anteriores as despesas discricionárias contam com o acréscimo de recursos de emendas parlamentares, enquanto em 2021, como a LOA ainda não foi votada, esses recursos ainda aparecem como uma reserva em despesas obrigatórias com controle de fluxo.

A redução do espaço fiscal aumenta a necessidade de tornar mais eficientes as políticas públicas. No momento em que o recrudescimento da pandemia pode retardar a normalização das atividades econômicas, as políticas sociais devem estar focalizadas nos grupos mais vulneráveis, o que pode ser alcançado por um redesenho de programas já existentes. Além das transferências de renda, o foco deve ser a inserção produtiva dos indivíduos que perderam sua ocupação pela pandemia, e cujo retorno ao mercado de trabalho pode depender de uma requalificação ou apoio sob a forma de orientação e oferta de crédito para atividades empreendedoras.

TABELA 3  
Despesas sujeitas ao teto de gastos  
(Em R\$ milhões)

	2016	2017	2018	2019	2020*	2021**
<b>Teto de gastos</b>	-	<b>1.309.050,09</b>	<b>1.348.321,59</b>	<b>1.407.512,91</b>	<b>1.454.946,10</b>	<b>1.485.936,40</b>
<b>Obrigatórias</b>	<b>963.417,68</b>	<b>1.021.323,69</b>	<b>1.028.495,68</b>	<b>1.110.527,41</b>	<b>1.184.002,20</b>	<b>1.246.127,43</b>
Benefícios previdenciários	520.763,97	558.295,78	572.381,71	626.279,20	670.887,20	710.405,20
Pessoal e encargos sociais	247.563,58	272.661,32	269.158,73	300.092,46	309.542,60	322.330,18
Abono e Seguro desemprego	56.014,52	54.507,32	53.553,32	55.592,26	64.089,00	61.568,56
Abono salarial	18.346,78	16.565,90	17.236,84	17.603,32	19.869,84	20.406,59
Seguro desemprego	37.667,74	37.941,42	36.316,48	37.988,94	44.219,16	41.161,97
BPC	49.882,19	53.819,90	55.188,18	59.728,18	62.881,00	66.122,50
Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	17.593,31	13.901,35	13.534,54	10.194,93	9.260,30	3.704,90
Legislativo, Judiciário, MPU e DPU	12.230,39	11.969,41	12.611,91	12.041,78	12.497,00	12.742,30
Sentenças judiciais e precatórios (custeio e capital)	10.164,60	10.646,42	13.849,28	15.458,77	23.485,40	20.646,20
Subsídios e Subvenções	22.131,35	18.777,37	15.011,04	10.951,49	9.820,30	14.018,70
Demais obrigatórias	27.073,77	26.744,82	23.206,97	20.188,35	21.539,40	34.588,90
<b>Obrigatórias com Controle de Fluxo</b>	<b>126.652,19</b>	<b>124.258,43</b>	<b>135.385,36</b>	<b>143.038,93</b>	<b>136.291,00</b>	<b>154.838,50</b>
<b>Discricionárias do Poder Executivo</b>	<b>131.058,94</b>	<b>113.345,64</b>	<b>123.879,52</b>	<b>119.684,15</b>	<b>115.078,80</b>	<b>83.932,10</b>
<b>Total das despesas apuradas sujeitas ao teto</b>	<b>1.221.128,81</b>	<b>1.258.927,76</b>	<b>1.287.760,57</b>	<b>1.373.250,49</b>	<b>1.435.372,00</b>	<b>1.484.898,03</b>

Fonte: STN.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Notas: \* 5ª Avaliação bimestral de receitas e despesas.

\*\* LDO 2021 e PLOA 2021.

### 3.2 Taxas de juros internacionais e política fiscal no Brasil

Desde a década de 1980, as taxas de juros reais de longo prazo têm apresentado tendência sustentada de queda em diversos países. Entre as hipóteses apresentadas para explicar esse fenômeno, destacam-se a queda do crescimento potencial global observada nas últimas décadas, o envelhecimento populacional e a maior demanda relativa por ativos menos arriscados.<sup>6</sup> Independentemente dos fatores explicativos

6. Para uma discussão sintética dessa questão ver, entre outros: Lane, P. *Determinants of the real interest rate*. Remarks at the National Treasury Management Agency, European Central Bank, 28 nov. 2019.

Para uma análise dos impactos de diferentes fatores na queda dos juros reais globais entre a década de 1980 e meados da década de 2010, ver: Rachel, L.; Smith, T. *Secular drivers of the global real interest rate*. Bank of England Staff, 2015. (Working Paper, n. 571).

Uma análise para horizonte de tempo mais longo, mas restrita à taxa de juros nos Estados Unidos, é apresentada por Lunsford, K.; West, K. Some evidence on secular drivers of US safe real rates. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 11, n. 4, 2019.

mais relevantes para a queda observada nos juros reais, alguns autores têm destacado que a economia global pode continuar caracterizando-se por juros baixos por longo período de tempo, seja porque se espera que os fatores subjacentes continuem atuando nos próximos anos ou décadas, seja porque um ambiente de juros reais relativamente baixos – em particular, mais baixos que o crescimento tendencial do produto – representaria, sob uma perspectiva de longo prazo, uma situação comum para a economia global.<sup>7</sup>

A perspectiva de um período prolongado de juros reais baixos já vinha suscitando, mesmo antes da pandemia da Covid-19, discussões importantes acerca das possibilidades e dos limites do uso das políticas monetária e fiscal com o objetivo de estabilizar a economia – e, em particular, visando estimular o produto em períodos recessivos ou de baixo crescimento. No que se refere especificamente às economias avançadas, as recomendações já vinham convergindo, de um lado, para a adoção de instrumentos de política monetária não convencionais – especialmente as estratégias de *quantitative easing* e *forward guidance* – e, de outro, para o uso mais intenso da política fiscal como política contracíclica. A relativa atratividade da política fiscal em um ambiente de juros reais mais baixos que a taxa de crescimento esperada do produto já vinha sendo um dos pontos mais destacados nessa discussão. De fato, nesse contexto, diminui a preocupação em relação à sustentabilidade da dívida pública e aumenta o incentivo para a expansão dos investimentos públicos por meio de endividamento adicional: caso os investimentos públicos gerem aumento relevante da capacidade produtiva futura da economia, torna-se possível *reduzir* a relação dívida-PIB por meio dessa expansão de gastos – desde que a taxa de juros sobre a dívida permaneça, em média, abaixo da taxa de crescimento econômico.<sup>8</sup> Diante da pandemia do novo coronavírus e da necessidade de uma resposta fiscal rápida e ampla com o intuito de proteger vidas, empregos e empresas, esse debate ganhou novo impulso.

É preciso cuidado, porém, ao transportar para o contexto dos países emergentes em geral, e do Brasil em particular, a discussão sobre a condução da política fiscal em economias mais avançadas. Não há dúvida de que o baixo nível das taxas de juros globais se reflete também em menores taxas de juros soberanas no Brasil e em outros países emergentes, reduzindo os custos associados ao serviço da dívida pública e contribuindo para sua sustentabilidade. Contudo, essas economias continuam caracterizadas por graus significativamente mais elevados de risco macroeconômico e fiscal relativamente aos países avançados, o que se traduz em níveis de juros neutros persistentes e substancialmente maiores. Consequentemente, as políticas fiscais recomendadas para os países avançados com base em seus baixos níveis de taxas de juros não necessariamente se aplicam aos países emergentes.

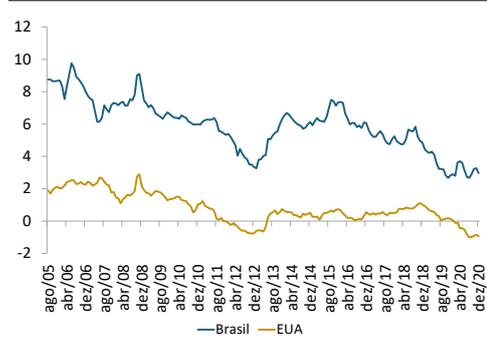
A título de exemplo, o gráfico 14 compara a evolução das taxas de juros reais sobre

7. Ver: Jordà, O. et al. The rate of return on everything, 1870–2015. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 134, n. 3, 2019; e Schmelzing, P. Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018. Bank of England Staff, 2020. (Working Paper, n. 845).

8. Ver, entre outros: DeLong, J. B.; Summers, L. H. Fiscal policy in a depressed economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 43, n. 1, 2012; Eggertson, G. B. et al. A contagious malady? Open economy dimensions of secular stagnation. *IMF Economic Review*, v. 64, n. 4, 2016; Blanchard, O. Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, v. 109, n. 4, 2019.

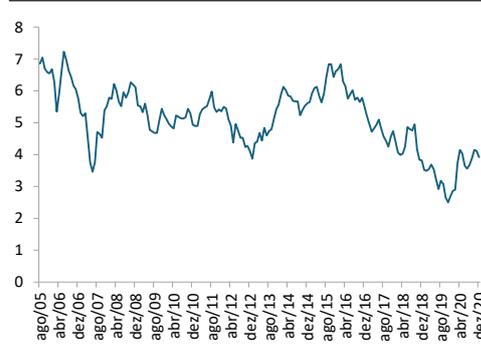
títulos governamentais de dez anos indexados à inflação emitidos pelos Tesouros do Brasil (NTN-B) e dos Estados Unidos (TIPS). Vale notar que a taxa real dos Estados Unidos é fortemente correlacionada com taxas equivalentes emitidas por outros países avançados, de modo que, com exceção de poucos momentos caracterizados por choques idiossincráticos de grande magnitude sobre as economias norte-americana ou europeia, a evolução dessa taxa pode ser considerada uma *proxy* razoável da “taxa de juros global”.<sup>9</sup> Observa-se que os movimentos da taxa brasileira são claramente influenciados pela taxa externa, mas seu nível permanece consistentemente mais elevado. Na primeira metade de dezembro de 2020, a taxa do título brasileiro foi de aproximadamente 3% ao ano (a.a.), contra cerca de -0,95% a.a. para a taxa do governo dos Estados Unidos – diferença de quase 4 p.p., portanto. A menor diferença observada no período considerado foi de 2,5 p.p., em novembro de 2019 (gráfico 15).

GRÁFICO 14  
Taxas de juros sobre títulos governamentais de 10 anos indexados à inflação - Brasil e EUA (% a.a.)



Fonte: STN e Federal Reserve Bank of St. Louis.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 15  
Diferença entre as taxas de juros sobre títulos governamentais de 10 anos indexados à inflação - Brasil e EUA (% a.a.)



Fonte: STN e Federal Reserve Bank of St. Louis.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota-se, ainda, que o nível mais baixo atingido pela taxa brasileira no período foi de cerca de 2,7% a.a. – nunca abaixo, portanto, dos valores usualmente estimados para a taxa de crescimento de longo prazo do PIB brasileiro, que se situam na faixa de 1,5% a 2,5% a.a.<sup>10</sup> É certo que a dívida brasileira é composta por vários outros títulos, de modo que a taxa média sobre o total da dívida não corresponde às taxas das NTN-B, podendo ser maior ou menor do que estas em diferentes pontos do tempo. No momento atual, em particular, a taxa média sobre a dívida brasileira é menor do que as taxas das NTN-Bs, uma vez que grande parte da dívida bruta do governo geral é composta por operações compromissadas e por Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que pagam taxas próximas da taxa Selic (atualmente em 2% a.a., e portanto negativa em termos reais). Ainda assim, o custo real médio sobre a dívida pública interna brasileira situa-se acima de 3% a.a., bem superior às taxas internacionais (gráfico 16). A redução recente no custo das emissões em oferta pública tem diminuído o custo médio sobre o estoque da dívida na margem, mas essa tendência não parece sustentável, visto que está calcada em uma taxa de juros

9. Ver, a esse respeito, as estimativas de King, M.; Low, D. *Measuring the 'world' real interest rate*, 2014. (NBER Working Paper, n. 19887).

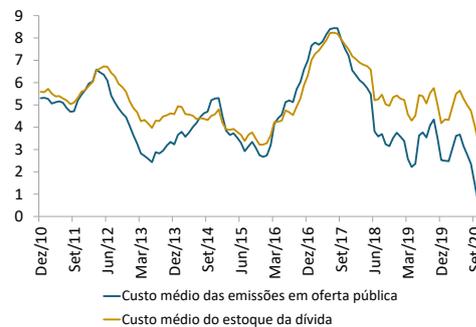
10. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2018/11/cenarios-macroeconomicos-para-o-periodo-2020-2031>>.

básica temporariamente abaixo do nível neutro e em um movimento de significativo encurtamento do prazo médio da dívida. Vale notar que, se por um lado o encurtamento da dívida pode reduzir seu custo, como tem ocorrido recentemente, por outro, uma dívida com perfil mais curto enseja maior risco de rolagem e maior vulnerabilidade a choques adversos. Na medida em que ocorra a normalização da política monetária e o alongamento do perfil da dívida, o custo médio das emissões em oferta pública deverá voltar a crescer.

GRÁFICO 16

**Custo real médio do estoque e das emissões em oferta pública da DPMFi**

(percentual acumulado em doze meses deflacionado pelo IPCA)



Fonte: Relatório Mensal da Dívida, STN.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Um aspecto do gráfico 16 que chama a atenção é a marcada redução do diferencial entre a taxa de juros real de dez anos brasileira e a norte-americana no período 2016-2019. Conforme discutido em nota anterior da *Carta de Conjuntura*,<sup>11</sup> há evidências de que parcela significativa dessa redução seja devida à implementação de medidas de consolidação fiscal estrutural no país a partir de 2016, com destaque para a adoção do teto de gastos no final de 2016 e para a aprovação da reforma previdenciária em 2019.

## 4 Projeções macroeconômicas para 2020 e 2021<sup>12</sup>

### 4.1 O cenário no curto prazo

O cenário de curto prazo, apesar da recuperação do terceiro trimestre e das indicações de que ela se manteve no trimestre corrente, ainda carrega incertezas do ponto de vista do crescimento, as quais se somam àquelas relacionadas à política fiscal e ao próprio equilíbrio macroeconômico.

No curtíssimo prazo, a presença de alguns gargalos pelo lado da oferta, associados a problemas localizados e temporários de fornecimento de matérias-primas em alguns setores da indústria, como é o caso do segmento de autoveículos, pode afetar o ritmo de produção. Embora os níveis de produção da grande maioria da indústria manufatureira já se encontrem acima dos patamares pré-pandemia, as medidas de consumo aparente ainda revelam quedas (tabela 4). Isso se explica em boa parte pela lenta recuperação do volume de importações na indústria. Com exceção dos bens de consumo semi e não duráveis, o consumo aparente dos demais segmentos ainda está abaixo do nível de fevereiro. Por sua vez, os níveis de estoques na indústria de transformação, segundo as sondagens da Fundação Getúlio Vargas (FGV)

11. Cavalcanti, M. A. F. H. *Consolidação fiscal, taxa de juros de longo prazo e PIB no Brasil*: resultados preliminares, 2020. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/08/consolidacao-fiscal-taxa-de-juros-de-longo-prazo-e-pib-no-brasil-resultados-preliminares/>>.

12. Esta seção contou com o auxílio de Daniel Reis, Marcelo L. de Moraes, Pedro M. Garcia, Carolina Ripoli, Ana Cecília Kreter e Izabel Nolau de Souza, Assistentes de Pesquisa da Dimac/Ipea; Francisco Santos e Ajax B. Moreira, Técnicos de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea; e Fabio Servo, Especialista em políticas públicas e gestão governamental da diretoria de estudos e políticas setoriais de inovação e infraestrutura (Diset) do Ipea.

e da Confederação Nacional da Indústria (CNI), encontram-se bastante abaixo do nível planejado, sendo que essa diferença é a maior da série histórica de ambas as pesquisas (gráfico 17). Isso sugere uma continuidade do crescimento pelo efeito da recomposição dos estoques em direção aos níveis desejados.

TABELA 4

**Indicador Ipea de Consumo Aparente de Bens Industriais: produção interna versus importações**

(Variação entre out./20 e fev./20, em %)

	Consumo aparente	Quantum importado	PIM-PF
Indústria Geral	-4,4	-14,5	1,4
Extrativa Mineral	-6,7	-41,7	-1,0
Transformação	-2,7	-14,4	2,2
Capital	-17,7	-57,9	3,5
Intermediários	-4,2	-12,9	3,0
Consumo duráveis	-10,6	-15,9	-0,1
Consumo semi e não duráveis	-0,7	-0,1	9,8

Fonte: Ipea.

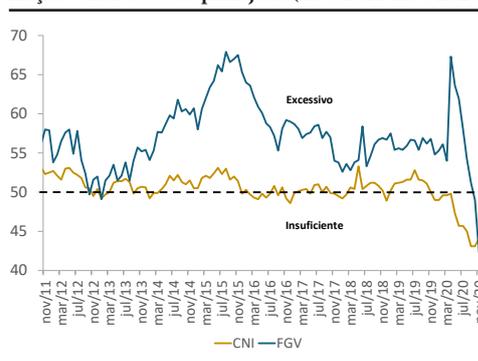
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Uma segunda fonte de incerteza está associada ao recente recrudescimento verificado nas estatísticas de contágio e mortes relacionadas à Covid-19 – ver análise detalhada no box 1 –, o que pode significar o retorno de algumas medidas de distanciamento social, inclusive com restrições ao funcionamento de algumas atividades, como vem ocorrendo, ainda de forma limitada, em algumas cidades. Embora a probabilidade de uma crise nas mesmas proporções que a ocorrida no segundo trimestre do ano seja baixa, uma piora da pandemia poderá significar uma desaceleração no processo de recuperação da economia, particularmente no setor de serviços, cuja trajetória estaria mais condicionada ao grau de rigidez das medidas de distanciamento social.

Como visto, a flexibilização a partir de junho levou a uma aceleração no ritmo de crescimento dos serviços prestados às famílias. No entanto, mesmo com essa retomada das atividades, o segmento ainda se encontra 32% abaixo do patamar pré-pandemia, e uma nova rodada de medidas restritivas pode afetar o ritmo da sua recuperação. Apesar disso, a proximidade de liberação e distribuição de algumas vacinas gera a expectativa de que o setor serviços volte a ganhar tração ao longo de 2021, conforme as regras de isolamento gradualmente sejam extintas, e os consumidores se sintam mais confiantes para voltar a demandar serviços. Como o setor é um grande gerador de empregos, seu comportamento será determinante para a recuperação do mercado de trabalho.

GRÁFICO 17

**Evolução do nível de estoques na indústria de transformação – efetivo versus planejado (nov./2011-nov./2020)**



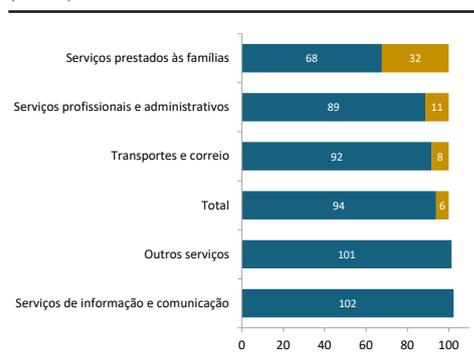
Fonte: FGV e CNI.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Um terceiro fator de incerteza diz respeito ao fôlego da demanda por bens de consumo nos próximos meses com a expectativa de redução e posterior fim do auxílio emergencial e de outros programas governamentais de sustentação da renda e do emprego. Já foi destacado o papel do auxílio emergencial para o consumo e a recomposição deste em favor dos bens e em detrimento dos serviços. Em um primeiro momento, o consumo se concentrou nos itens de primeira necessidade. Logo, porém, as vendas se tornaram mais disseminadas entre os segmentos, com forte aumento da procura por bens de consumo duráveis.

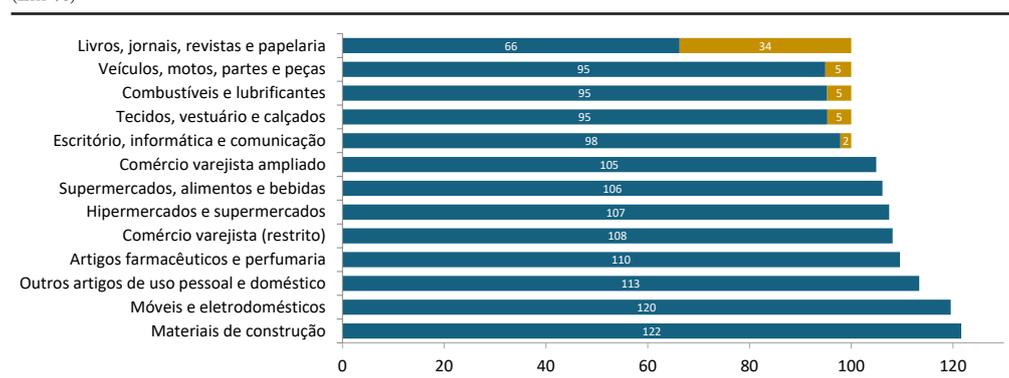
Em outubro, conforme o gráfico 19, apenas cinco segmentos do comércio se encontravam em níveis inferiores a fevereiro. Vale destacar ainda que, em alguns segmentos, o peso do auxílio emergencial parece ter sido particularmente importante. Com base no cálculo dos deflatores, as vendas de alimentos e bebidas cresceram 9,1% em outubro, a despeito de uma taxa de inflação que acumulou 14,6% nos mesmos doze meses. Isso vem acontecendo no comércio de materiais de construção, com taxas de 20,9% e 9,5%, respectivamente (gráfico 20). A necessidade de buscar um orçamento equilibrado, todavia, que resulte em uma trajetória da dívida pública não explosiva, continua se fazendo necessária, significando uma gradativa retirada dessas medidas. Um fator que pode atenuar esses efeitos sobre o consumo em 2021 seria a utilização de parte da poupança que vem sendo acumulada pelo setor privado ao longo da pandemia.

**GRÁFICO 18**  
**Receita de serviços: relação entre o nível em outubro e fevereiro de 2020**  
 (Em %)



Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

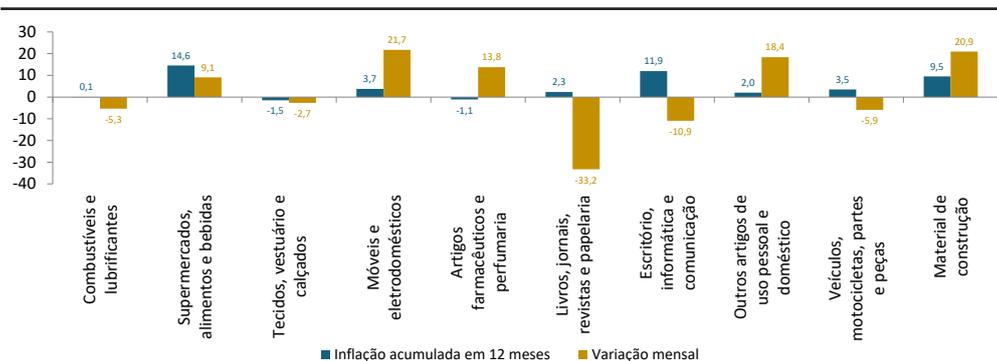
**GRÁFICO 19**  
**Comércio: relação entre nível em outubro e fevereiro de 2020**  
 (Em %)



Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 20

Comércio: inflação acumulada em doze meses versus variação mensal das vendas (out./2020)  
(Em %)

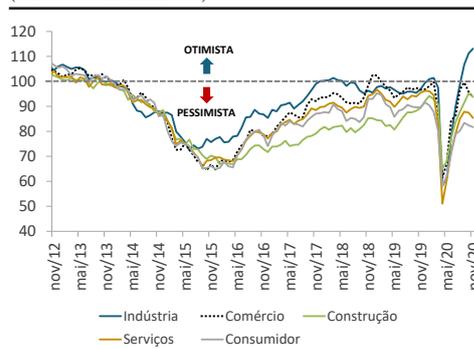


Fonte: IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Por fim, o cenário de inflação também é uma fonte de incertezas, podendo gerar alguma pressão sobre a política monetária, tornando-a menos expansionista, além de reduzir o poder de compra da população. Embora o setor de serviços deva manter uma recuperação gradual, pelo menos até que a distribuição das vacinas se torne generalizada, há riscos inflacionários localizados em outros setores, como em segmentos da indústria que enfrentam um cenário de estoques reduzidos, nível de utilização de capacidade alta e pressões de preços no atacado – com escassez de insumos e desvalorização cambial acumulada. No entanto, a existência de um hiato do produto com relativa folga na economia, devido principalmente à elevada taxa de desocupação, deve evitar maior disseminação da alta de preços.

A trajetória do PIB ao longo de 2020, com a atividade econômica mais aquecida no segundo semestre, deverá deixar como herança um carregamento estatístico (*carry over*) bastante positivo para 2021. Além disso, com o avanço da vacinação contra a Covid-19, espera-se que os serviços possam apresentar uma recuperação um pouco mais vigorosa que a vista até agora, contribuindo assim mais significativamente para o crescimento do PIB em 2021. Vale lembrar que a confiança dos empresários da indústria segue bastante alta, e o nível de utilização de capacidade (NUCI) encontra-se em patamares superiores à sua média histórica. Espera-se também que o segmento da construção civil mantenha o bom desempenho observado ao longo de 2020, refletindo o que pode ser um novo normal – a depender da evolução da política fiscal – das taxas de juros e da oferta de crédito de longo prazo.

GRÁFICO 21  
Indicadores de confiança (nov./2012-nov./2020)  
(Séries dessazonalizadas)



Fonte: FGV.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em uma perspectiva de médio prazo, além da relação do desequilíbrio fiscal, que pressupõe o respeito ao teto dos gastos, o avanço nas chamadas reformas estru-

turais, das quais fazem parte a administrativa, a tributária, a agenda micro, são medidas que, além de contribuir para a consolidação fiscal, ajudarão o país a superar seus entraves de longo prazo, como a baixa produtividade. Nesse sentido, um cenário mais benigno para conjuntura macroeconômica ao longo de 2021 pode facilitar esse processo.

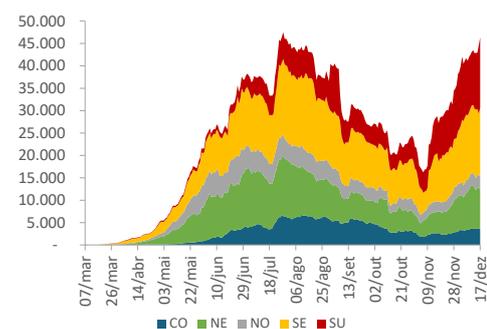
## BOX 1

### Evolução recente da pandemia no Brasil

Após ter atingido seu pior momento em torno de julho, quando os números de casos confirmados e de óbitos por Covid-19 no país atingiram seus valores mais elevados, a crise sanitária causada pela pandemia apresentou importantes sinais de melhora nos meses seguintes. O número de novos casos da doença registrados diariamente, que na média móvel de sete dias havia alcançado o valor máximo de quase 48 mil na última semana de julho, a partir de então passou a cair, chegando a cerca de 16 mil na primeira semana de novembro. De modo semelhante, o número médio de óbitos diários por Covid-19, que havia se situado em torno de mil entre junho e meados de agosto, diminuiu subsequentemente até cerca de 320 na segunda semana de novembro. A partir de novembro, contudo, a pandemia entrou, infelizmente, em uma nova fase de aumento acelerado dos números de casos confirmados e de óbitos por Covid-19. Os novos casos diários rapidamente chegaram a cerca de 46 mil no período de sete dias encerrado em 17 de dezembro, enquanto os novos óbitos diários atingiram aproximadamente 720 no mesmo período.

GRÁFICO 1

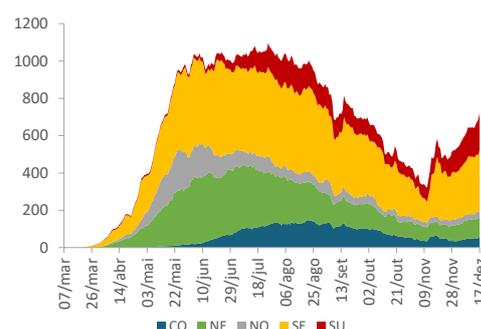
Brasil e grandes regiões: novos casos confirmados de Covid-19 (média móvel de sete dias)



Fonte: Brasil.io.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2

Brasil e Grandes Regiões: novos óbitos por Covid-19 (média móvel de sete dias)

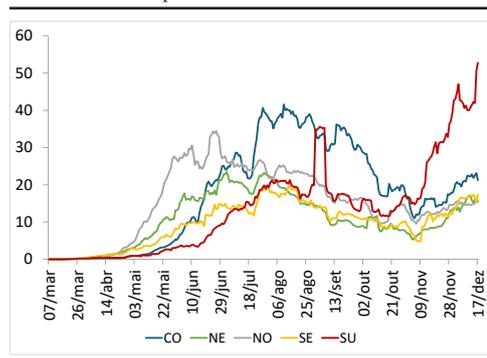


Fonte: Brasil.io.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Os gráficos 1 e 2 apresentam a evolução dos números de novos casos e óbitos por Covid-19 no país como um todo, bem como sua distribuição por grandes regiões. Observa-se que o aumento recente dos casos e óbitos ocorreu na maior parte das regiões, mas afetou de forma particularmente relevante as regiões Sul e Sudeste. Isso fica ainda mais claro ao analisarmos os gráficos 3 e 4, que mostram os números de novos casos e mortes por 100 mil habitantes em cada grande região. No caso da

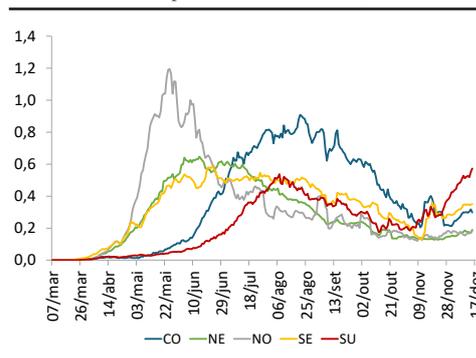
região Sul, os números de casos novos e de óbitos por 100 mil habitantes atingiram em dezembro seus maiores valores desde o início da pandemia. No Sudeste, a taxa de novos casos por 100 mil habitantes vem crescendo e atingiu 17,4 no período de sete dias encerrado em 17 de dezembro, já próxima do pico anterior observado em agosto (19,6).

**GRÁFICO 3**  
Grandes regiões: novos casos confirmados de Covid-19 (média móvel de sete dias)  
(Número de casos por 100 mil habitantes)



Fonte: Brasil.io.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

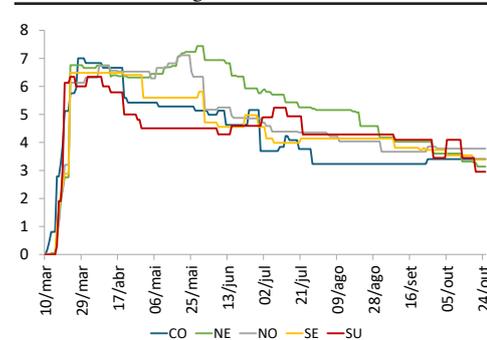
**GRÁFICO 4**  
Grandes Regiões: novos óbitos por Covid-19 (média móvel de sete dias)  
(Número de óbitos por 100 mil habitantes)



Fonte: Brasil.io.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

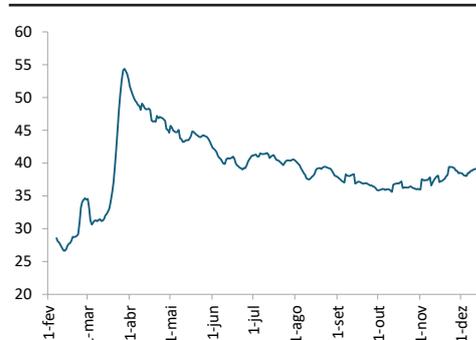
O agravamento recente da pandemia no país está provavelmente relacionado ao relaxamento das medidas de distanciamento social e de restrições a atividades econômicas e sociais. O índice de medidas legais de distanciamento social calculado pelo Ipea,<sup>1</sup> cujo valor mede o grau de rigidez das medidas de restrição a eventos, serviços de transportes e atividades comerciais e produtivas, e pode variar entre 0 (ausência de restrições) e 10 (nível máximo de restrições), passou de cerca de 6,5 na primeira metade de abril para 3,3 em meados de outubro. O gráfico 5 mostra que, apesar de algumas diferenças nas trajetórias do índice entre regiões, o relaxamento das medidas de distanciamento social a partir de maio caracterizou praticamente todo o país.

**GRÁFICO 5**  
Índice de medidas legais de distanciamento social



Fonte: Ipea. Disponível em: <http://tinyurl.com/ipeacoronavirus>.

**GRÁFICO 6**  
Índice de isolamento social  
(Em %)



Fonte: Inloco. Disponível em: <https://mapabrasileirodacovid.inloco.com.br/pt/>.

13. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota\\_tecnica/200807\\_nt\\_dinte\\_nº\\_25\\_web.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/200807_nt_dinte_nº_25_web.pdf).

De modo semelhante, o índice de isolamento social da Inloco, que mostra o percentual da população que está em isolamento e havia chegado, na média móvel de sete dias, a quase 55% na última semana de março, caiu de forma pronunciada até o final de outubro, quando atingiu o nível de 36% (gráfico 22).

Por outro lado, é razoável esperar que o índice de isolamento social responda à evolução recente da pandemia. Em particular, mesmo na ausência de novas medidas legais de distanciamento social, pode-se esperar que parte da população diminua espontaneamente sua mobilidade, visando reduzir as chances de contágio. Com efeito, esse movimento já pode ter se iniciado, conforme sugere o aumento de 3 p.p. no índice entre o final de outubro e a primeira metade de dezembro.

## 4,2 Projeções de PIB 2020-2021

Conforme antecipado na Visão Geral da Conjuntura anterior, divulgada em 1º de outubro, o bom desempenho verificado em grande parte dos indicadores de atividade econômica ao longo do terceiro trimestre de 2020 se refletiram num crescimento de 7,7% do PIB em relação ao período anterior, na comparação já livre de efeitos sazonais. Embora o setor de serviços ainda apresente um ritmo de crescimento mais lento, tendo sido mais afetado pelas restrições de isolamento associadas ao Covid-19, as atividades de comércio e indústria têm registrado recuperação mais robusta. Com o estímulo proveniente das medidas do governo visando atenuar os efeitos da crise sanitária sobre o emprego e a renda, esses setores têm se beneficiado da demanda doméstica. Essa melhora também pode ser observada no comportamento dos indicadores de confiança que, após forte queda em abril, registraram forte recuperação.

Em relação aos últimos três meses do ano, a análise com base nos indicadores coincidentes divulgados até o momento sugere a manutenção desse cenário de recuperação, embora o PIB deva apresentar uma desaceleração do crescimento na margem no quarto trimestre, avançando 2,1% na comparação sem efeitos sazonais. Esse resultado é esperado, principalmente, pela alta base de comparação associada ao trimestre anterior, quando a economia devolveu grande parte das perdas acumuladas nos meses de março e abril, em virtude da crise do Covid-19. Com isso, o PIB encerraria o ano de 2020 com uma queda de 4,3%.

Em relação a 2021, o cenário de curto prazo apresenta algumas interrogações. A primeira delas sugere a existência de alguns gargalos pelo lado da oferta, associados a uma dificuldade momentânea quanto ao fornecimento de matérias primas em alguns setores da indústria, como é o caso do segmento de autoveículos e de materiais de construção. Embora os níveis de produção da maioria da indústria manufatureira já se encontrem acima dos patamares pré-pandemia, as medidas de consumo aparente ainda apontam algumas perdas. Outro indício pode ser visto no comportamento do nível de estoques. Segundo as Sondagens Industriais, pesquisas divulgadas pela FGV e pela CNI, o nível atual dos estoques na indústria de trans-

formação se encontra bastante abaixo do nível planejado, sendo que essa diferença é a maior da série histórica de ambas as pesquisas.



Uma segunda fonte de incerteza está associada ao recente recrudescimento verificado nas estatísticas de contágio e mortes relacionadas ao Covid-19, o que pode resultar no retorno de algumas medidas de distanciamento social. O setor de serviços, menos afetado pela possível retirada dos auxílios fiscais, deve seguir uma trajetória mais condicionada à questão epidemiológica.

Outra interrogação diz respeito ao fôlego da demanda por bens de consumo nos próximos meses com a expectativa de redução e posterior fim do auxílio emergencial e de outros programas governamentais. A esse respeito, vale destacar que as medidas adotadas visando atenuar os efeitos provocados pela crise sanitária sobre o emprego e a renda foram de grande importância e ajudam a explicar o ritmo de recuperação apresentado pela economia até o presente momento. Um fator que pode atenuar esses efeitos sobre o consumo em 2021 seria a utilização de parte da poupança que vem sendo acumulada pelo setor privado ao longo da pandemia.

TABELA 5

**Projeções: taxas de crescimento do PIB e de seus componentes**

(Em %)

	2018	2019	2020-T2	2020-T3	2020-T4		2020	2021
			Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Anterior dessazonalizado		
PIB	1,8	1,4	-10,9	-3,9	-2,1	2,1	-4,3	4,0
Agropecuária	1,3	0,6	2,5	0,4	1,6	-0,6	2,3	1,5
Indústria	0,7	0,4	-14,1	-0,9	1,1	2,2	-3,5	5,0
Serviços	2,1	1,7	-10,2	-4,8	-3,1	2,2	-4,7	3,8
Consumo das famílias	2,4	2,2	-12,2	-6,0	-5,6	0,8	-6,1	3,5
Consumo do governo	0,8	-0,4	-8,5	-5,3	-4,1	0,9	-4,7	3,3
FBCF	5,2	3,4	-13,9	-7,8	-3,5	1,6	-5,0	5,3
Exportações de bens e serviços	4,1	-2,4	0,7	-1,1	-2,1	0,3	-1,2	4,9
Importações de bens e serviços	7,7	1,1	-14,6	-25,0	-12,3	11,3	-12,3	5,1

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Dentro desse contexto, cujo balanço de riscos já foi aqui apresentado, a trajetória do PIB observada ao longo de 2020, refletindo uma atividade econômica mais aquecida no segundo semestre, deixará como herança um carregamento estatístico de 2,7% para o ano de 2021 em termos de crescimento. Caso seja confirmado o fim do auxílio emergencial ao final de dezembro, assim como outras medidas para atenuar as perdas de renda e emprego, esperamos alguma acomodação do nível de atividade no primeiro trimestre, com a economia voltando a acelerar ao longo dos demais períodos. Pelo lado da oferta, com a proximidade da liberação e distribuição de algumas vacinas, apesar do recrudescimento recente das estatísticas de contágio e mortes, a expectativa é de que o setor de serviços volte a ganhar tração ao longo de 2021, conforme as regras de isolamento gradualmente sejam extintas, encerrando o ano com alta de 3,8%. Já o PIB industrial continuará se beneficiando da demanda doméstica, além dos estímulos provenientes da demanda externa em alguns segmentos. Com isso, deve fechar o ano de 2021 com expansão de 5%. Es-

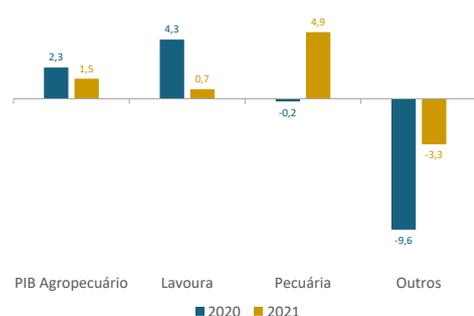
timamos uma contribuição menor vinda do PIB agropecuário, com alta de 1,5%. Pelo lado da demanda, apesar de alguma acomodação esperada no início do ano, estimamos um crescimento de 3,5% para o consumo das famílias. Já a demanda por investimentos crescerá 5,3% em 2021, com destaque para o setor da construção civil. Por fim, as exportações também devem contribuir positivamente para o resultado do PIB em 2021, crescendo 4,9%. Com uma taxa de câmbio projetada em 5,0 ao final do ano, os setores exportadores deverão se beneficiar da recuperação da demanda mundial.

## BOX 2

### Projeções para o valor adicionado do setor agropecuário<sup>1</sup>

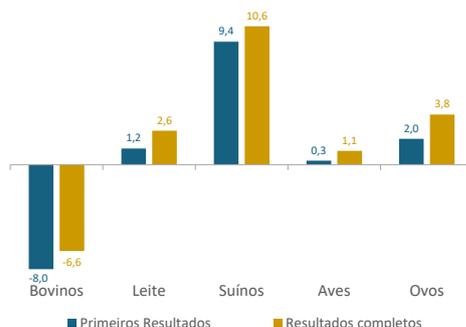
O Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea, com base nas estimativas para o ano de 2020 do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em projeções próprias para a pecuária a partir dos resultados da Pesquisa Trimestral do Abate, Produção de Ovos de Galinha e Leite, e nos novos resultados das Contas Nacionais revisou a estimativa de crescimento do PIB do setor agropecuário de 2020 e 2021 de 1,5% e 1,2%, como divulgado na Nota de Conjuntura 21,<sup>2</sup> da *Carta de Conjuntura* nº 49, para 2,3% e 1,5%, respectivamente (gráfico 1).

**GRÁFICO 1**  
Previsão de crescimento do PIB agropecuário por componente (ao final de 2020 e 2021)  
(Taxa de variação em relação ao ano anterior em %)



Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Nota: O componente outros inclui os produtos da exploração florestal e da silvicultura, da pesca e da aquicultura (peixe, crustáceos e moluscos).

**GRÁFICO 2**  
Revisão dos resultados da Pesquisa Trimestral do Abate, Produção de Ovos de Galinha e Leite no terceiro trimestre de 2020 – Primeiros resultados versus resultados completos  
(Em %)



Fonte: IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Para bovinos, suínos e aves foram considerados os dados do peso total das carcaças de animais abatidos. Para o leite, a quantidade de leite cru, resfriado ou não, adquirido. No caso dos ovos, a quantidade de ovos de galinha produzidos e de efetivos.

As nossas novas estimativas são explicadas principalmente pelas revisões pelo IBGE do crescimento do valor adicionado do setor agropecuário em 2019 e da Pesquisa Trimestral do Abate, Produção de Ovos de Galinha e Leite. O valor adicionado do

14. Este Box foi escrito por Pedro M. Garcia, Carolina Ripoli e Ana Cecília Kreter, Assistentes de Pesquisa da Dimac/Ipea; e Fabio Servo, Especialista em políticas públicas e gestão governamental da Diser/Ipea.

15. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/11/economia-agricola-13/>>.

setor agropecuário teve seu crescimento em 2019 revisado de 1,3% para 0,6% na última divulgação das Contas Nacionais Trimestrais, o que reduziu a base de comparação para as projeções dos anos subsequentes. No caso das pesquisas referentes aos produtos da pecuária, os resultados completos das pesquisas trimestrais apontaram revisão positiva para todos os produtos em relação ao que havia sido divulgado pelo IBGE nos primeiros resultados dessas pesquisas (gráfico 2), o que melhorou nossas estimativas para a pecuária no ano.

O novo resultado para o valor adicionado do setor agropecuário no ano de 2019 foi o principal responsável pela revisão da nossa estimativa para o valor adicionado da lavoura em 2020, que passou de crescimento de 3,8% para alta de 4,3%. Fora a revisão para os números do ano anterior, não houve mudanças significativas nas estimativas do LSPA para as principais culturas da lavoura – soja, milho, cana-de-açúcar e café. As produções de trigo e feijão, no entanto, tiveram estimativas revisadas de alta de 22,4% e queda de 4,0% para crescimento de 21,0% e redução de 5,0%.

Para a pecuária, o resultado mais positivo no terceiro trimestre teve impacto significativo sobre nossas projeções de produção para todos os segmentos do componente, resultando em uma revisão do valor adicionado da pecuária de queda de 2,0% para 0,2% em 2020. O resultado negativo da pecuária é explicado pela queda na produção de carne bovina, principal segmento desse componente.

No ano de 2020, a quantidade de animais bovinos abatidos apresenta queda acumulada até setembro de 8,3% em relação ao mesmo período do ano anterior. O peso total das carcaças de bovinos abatidos acumulado até setembro apresenta, no entanto, uma queda de 5,5%. Isso ocorre porque a queda acumulada no abate de bois é consideravelmente menor do que a queda no abate de vacas, novilhos e novilhas (ver tabela 1).

O componente outros (que inclui os produtos da exploração florestal e da silvicultura, da pesca e da aquicultura), por sua vez, continua com um desempenho muito negativo no ano de 2020 por conta de acentuada queda na produção da pesca e aquicultura e teve queda revista de 9,4% para 9,6% no ano.

TABELA 1  
Número de animais bovinos abatidos e peso total das carcaças em relação ao mesmo período do ano anterior  
(Em %)

Animais bovinos	2019 (jan. a dez.)		2020 (jan. a set.)	
	Cabeças abatidas	Peso das carcaças	Cabeças abatidas	Peso das carcaças
<b>Bovinos (Total)</b>	<b>1,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>-5,5</b>
Bois	2,7	4,2	-2,0	-0,3
Vacas	-4,8	-3,5	-18,4	-16,5
Novilhos	3,4	4,1	-5,8	-4,2
Novilhas	11,4	12,7	-11,6	-9,8

Fonte: Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Para o ano de 2021, nossa projeção foi revista com base em uma melhora das estimativas do LSPA para soja e milho e, novamente, pela revisão positiva dos dados

da produção de carne bovina no terceiro trimestre de 2020, o que aponta para uma trajetória de recuperação do segmento em 2021.

No caso do valor adicionado da lavoura, nossa projeção de crescimento foi revista de 0,4% para uma alta de 0,7%. Essa mudança é justificada pelas novas estimativas do prognóstico da produção agrícola presente no LSPA de novembro, que contou com revisões para a produção de soja e milho (primeira safra) de altas de 4,6% e 1,7%, para crescimentos de 5,1% e 3,3%.

O desempenho positivo da lavoura em 2021, no entanto, provavelmente será muito dependente de boas safras nessas duas importantes culturas, já que outras culturas com peso relevante no componente apresentam estimativas de queda devido a questões climáticas ou de ciclo produtivo. O mesmo prognóstico conta com estimativas de queda para as produções de arroz e algodão de 1,8% e 13,6%, respectivamente. Além disso, outras culturas que ainda não têm estimativas no prognóstico mas que devem contribuir negativamente para o valor adicionado da lavoura são as de café e laranja. O café deve apresentar queda elevada por entrar no ano negativo de sua bienalidade produtiva e a laranja, por uma estimativa da Fundecitrus de queda de 30,4% na produção do cinturão citrícola de São Paulo e do Triângulo Mineiro, que responde por mais de 80% da produção de laranja no país.

A pecuária, por seu turno, deve ser o componente que mais deve contribuir para o resultado positivo do ano de 2021. Nossa estimativa para o valor adicionado da pecuária em 2021 foi revisada de alta de 4,4% para um crescimento de 4,9%. Esse resultado é explicado por projeções de alta para todos os segmentos, com destaque para a produção de carne bovina, para a qual projetamos crescimento de 6,1%. Na nossa perspectiva, a recuperação da demanda e a engorda dos animais mais jovens que deixaram de ser abatidos em 2020 devem ser os principais responsáveis por um aumento expressivo na produção de carne bovina no ano de 2021.

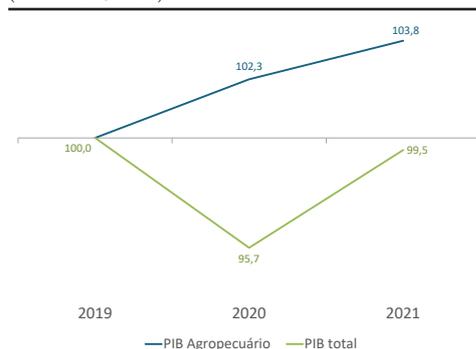
Por fim, revisamos nossa projeção de queda no componente outros de 3,5% para 3,3%.

Com base em nossas estimativas e nos dados divulgadas até o momento, o setor agropecuário deve ser um dos poucos setores da economia brasileira a apresentar bom desempenho no biênio 2020-2021 (gráfico 3). Estimamos que o crescimento acumulado do setor agropecuário nesses dois anos deve ser de 3,8%, enquanto o PIB total ainda deve terminar 2021 em nível um pouco abaixo do de 2019.

O fato de o impacto econômico da pandemia do novo coronavírus ter atingido a economia brasileira em meados de abril impediu um efeito demasiado sobre as decisões de plantio (iniciado em setembro do ano de 2019). Isso permitiu um desempenho muito positivo da lavoura, que puxou o resultado no ano de 2020 para cima.

A produção de carne bovina, no entanto, sofreu mais com esse choque. O ano de 2020, que já contaria com um ajuste da produção a uma recomposição do rebanho após o forte abate de animais mais jovens em 2019, foi marcado por uma menor demanda das famílias por carne bovina em razão do cenário de incerteza econômica. Para 2021, a tendência é de um ano com crescimento elevado no valor adicionado da pecuária e menos positivo para o da lavoura, o que deve garantir dois anos consecutivos de crescimento para o setor mesmo diante da recessão na economia brasileira e na maior parte do mundo.

GRÁFICO 3  
**PIB agropecuário versus PIB total – projeções**  
 (Índice 2019=100)



Fonte: projeções da Dimac/Ipea.

### 4.3 Projeções de inflação 2020-2021

Embora a pressão adicional exercida pelos alimentos – comentada na seção 2 – explique, em grande parte, o aumento de 3,5% para 4,4% na projeção de inflação para 2020, o desempenho dos preços administrados e dos serviços também contribuíram para uma aceleração do IPCA maior que a projetada anteriormente. No caso preços dos administrados, ao contrário do que havia sido anunciado anteriormente, a vigência da bandeira verde aplicada sobre as tarifas de energia elétrica não foi mantida durante todo o ano, de modo que a adoção da bandeira vermelha nível 2, em novembro, fez com que a projeção de inflação desse segmento avançasse de 0,8% para 2,5%. Em relação à inflação de serviços, as medidas de relaxamento social vêm desencadeando uma demanda por serviços maior que a esperada anteriormente, de modo que a expectativa é de uma recomposição de preços mais rápida em 2020, elevando a projeção de inflação desse grupo de 1,5% para 2,0%.

TABELA 6

**Cenários para juros e câmbio**  
 (Em %)

	Observado		Previsto	
	2018	2019	2020	2021
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	6,50	4,50	2,00	3,00
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	3,87	4,03	5,10	5,00

Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O cenário de inflação projetado para 2021 prevê uma desaceleração do IPCA, que deve encerrar o ano em 3,4%, mesmo diante de uma retomada do nível de atividade (tabela 3). Destaca-se ainda que, de acordo com os modelos utilizados pelo grupo de conjuntura, relativamente a 2020, além de uma variação menos intensa, a composição do IPCA para o próximo ano também será distinta, influenciada por uma descompressão dos preços dos alimentos e uma alta mais forte da inflação de preços administrados e serviços.

No caso dos alimentos, as projeções indicam que, embora nos primeiros meses de 2021 ainda deva existir alguma pressão sobre esse segmento, devido à inércia inflacionária, vindo, sobretudo, das defasagens entre o atacado e o varejo, a partir do segundo trimestre, a tendência é de desaceleração, de modo que o subgrupo alimentos no domicílio deve encerrar o ano com alta de 3,0%. Além da expansão de 3,3% da produção agropecuária projetada pelo Ipea, a ausência de pressões adicionais sobre a demanda e o baixo risco de novas desvalorizações cambiais explicam esse cenário de alta mais moderada de preços de alimentos em 2021.

TABELA 7

**Projeção de inflação (IPCA) para 2020**

(Em %)

2020	Peso	Previsão Anterior		Previsão Revisada	
		Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA
Bens Livres - Alimentos	13,7	16,2	2,2	18,0	2,5
Bens Livres - Ex Alimentos	23,1	2,5	0,6	2,6	0,6
Serviços (ex-educação)	32,5	1,5	0,5	2,0	0,7
Educação	4,7	1,2	0,1	1,0	0,0
Monitorados	26	0,8	0,2	2,5	0,7
IPCA	100		3,5		4,4

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

TABELA 8

**Projeção de inflação (IPCA) para 2021**

2021	Peso	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA
Bens Livres - Alimentos	13,7	3,0	0,4
Bens Livres - Ex Alimentos	23,1	2,7	0,6
Serviços (ex-educação)	32,5	4,0	1,3
Educação	4,7	2,5	0,1
Monitorados	26	4,0	1,0
IPCA	100		3,5

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

Em contrapartida, os serviços livres, exceto educação, cuja alta prevista é de 4,0%, devem constituir o principal foco de pressão sobre o IPCA em 2021. A expectativa é de que, mesmo diante do fim do auxílio emergencial, o controle da pandemia, impulsionado pela vacinação, e a consequente queda do medo do contágio, deve estimular o aumento da demanda não só pelos serviços pessoais mas também pelos relacionados ao turismo, lazer e à alimentação fora do domicílio.

Ainda que em menor intensidade, o aumento esperado de 4,0% para os preços administrados também responderá por uma contribuição maior para o IPCA no próximo ano. De fato, a ausência de uma série de reajustes em 2020, como medicamentos, transporte público e plano de saúde, deve gerar variações de preços maiores em 2021.

Por fim, as projeções para os bens livres exceto alimentos sinalizam que a inflação estimada de 2,7% para 2021, deve se manter no mesmo patamar da observada em 2020. Nesse caso, observa-se que, apesar do término do auxílio emergencial, a recuperação, ainda que moderada, da ocupação no mercado de trabalho deve

limitar a contração de demanda por esses bens. Adicionalmente, além da escassez de algumas matérias primas, o que vem impedindo uma expansão mais rápida da oferta, a continuidade do repasse do atacado para o varejo originado, sobretudo pelo aumento nos custos de produção – causados pela desvalorização cambial e pela alta das *commodities* metálicas em 2020 – explica o desempenho esperado para esse segmento em 2021.



#### **Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):**

José Ronaldo de Castro Souza Júnior (Diretor)  
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Diretor Adjunto)



#### **Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:**

José Ronaldo de Castro Souza Júnior (Editor)  
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Editor)  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos  
Fábio Servo  
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos  
Leonardo Mello de Carvalho  
Marcelo Nonnenberg  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa  
Paulo Mansur Levy  
Sandro Sacchet de Carvalho

#### **Equipe de Assistentes:**

Ana Cecília Kreter  
Augusto Lopes dos Santos Borges  
Caio Rodrigues Gomes Leite  
Felipe dos Santos Martins  
Felipe Moraes Cornelio  
Felipe Simplicio Ferreira  
Leonardo Simão Lago Alvite  
Marcelo Lima de Moraes  
Mateus de Azevedo Araujo  
Pedro Mendes Garcia  
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.