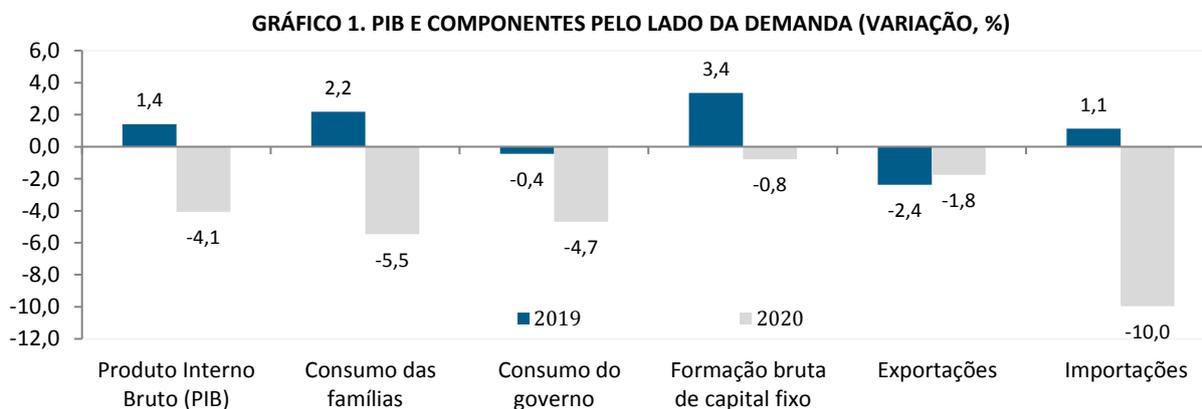


Para acessar o relatório completo, clique [aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

PIB recuou 4,1% em 2020. Depois da queda de 9,2%, no segundo trimestre de 2020, e da alta de 7,7%, no período seguinte, a taxa de crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) desacelerou para 3,2% no quarto trimestre, feito o ajuste sazonal. A redução do auxílio emergencial, nos últimos três meses de 2020, a aceleração da inflação, que reduziu o poder de compra da população, e o avanço da pandemia contribuíram para arrefecer o ímpeto de consumo. Com esse resultado, o PIB recuou 4,1% em 2020 (Gráfico 1), variação superior à estimativa apresentada pela IFI no Relatório de Acompanhamento Fiscal de fevereiro de 2021¹ (-4,5%).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Ótica da oferta. Como se observa na Tabela 1, pelo lado da oferta, o setor de serviços foi o destaque positivo no último trimestre do ano, tendo avançado 2,7% em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, após variação de 6,4% registrada no trimestre anterior. No ano, o setor acumulou queda de 4,5%, refletindo os efeitos da crise sanitária. O PIB da indústria também cresceu em termos dessazonalizados no quarto trimestre (1,9%), mas encerrou o ano com retração de 3,5%. O setor agropecuário apresentou variação negativa no último período do ano (-0,5%) e acumulou expansão de 2,0% em 2020.

Ótica da despesa. Pela ótica da despesa, com exceção das exportações, todos os componentes exibiram crescimento na comparação com o trimestre imediatamente anterior. A alta substancial registrada pela formação bruta de capital fixo (20% entre o terceiro e o quarto trimestres) foi influenciada positivamente pela importação de plataformas de petróleo. O resultado negativo do ano, por outro lado, foi generalizado, com destaque à variação de -5,5% do consumo das famílias. Uma conta apresentada no Boletim Macro da FGV mostra que na ausência das importações de plataformas de petróleo, a queda da FBCF no ano de 2020 teria sido bem mais intensa (aproximadamente -8%)².

¹ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/584764/RAF49_FEV2021.pdf

² Para mais detalhes, acesse: <https://portalivre.fgv.br/sites/default/files/2021-02/2021-02-boletim-macro.pdf>

TABELA 1. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB

	Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação em 4 trimestres		
	jun/20	set/20	dez/20	jun/20	set/20	dez/20	jun/20	set/20	dez/20
PIB	-9,2%	7,7%	3,2%	-10,9%	-3,9%	-1,1%	-2,1%	-3,4%	-4,1%
Ótica da demanda									
Consumo das famílias	-11,3%	7,7%	3,4%	-12,2%	-6,0%	-3,0%	-2,1%	-4,1%	-5,5%
Consumo do governo	-7,7%	3,5%	1,1%	-8,5%	-5,3%	-4,1%	-2,6%	-3,7%	-4,7%
Formação bruta de capital fixo	-16,3%	10,7%	20,0%	-13,9%	-7,8%	13,5%	-0,9%	-4,0%	-0,8%
Exportações	1,1%	-2,0%	-1,4%	0,7%	-1,1%	-4,3%	-2,5%	-1,9%	-1,8%
Importações	-11,8%	-9,6%	22,0%	-14,6%	-25,0%	-3,1%	-1,6%	-9,0%	-10,0%
Ótica da oferta									
Agropecuária	-0,9%	-0,6%	-0,5%	2,5%	0,4%	-0,4%	1,9%	1,8%	2,0%
Indústria	-13,1%	15,4%	1,9%	-14,1%	-0,9%	1,2%	-3,2%	-3,5%	-3,5%
Serviços	-8,6%	6,4%	2,7%	-10,2%	-4,8%	-2,2%	-1,9%	-3,5%	-4,5%

Fonte: IBGE. Elaboração IFI.

Enfraquecimento da absorção interna contribuiu com -5,2 p.p. para a variação do PIB em 2020. A absorção interna³ composta pelas despesas de consumo das famílias (-3,4 pontos percentuais), do governo (-1,0 p.p.), a formação bruta de capital fixo (0,0 p.p.) e a variação de estoques⁴ (-0,8 p.p.) contribuiu com -5,2 p.p. para a variação do PIB no ano passado. As exportações líquidas (exportações menos importações), por outro lado, exerceram influência positiva, adicionando 1,1 ponto de porcentagem ao PIB. Isso porque enquanto as exportações recuaram 1,8%, as importações apresentaram redução mais expressiva (-10,0%), impactadas pela redução da absorção interna e da taxa de câmbio mais depreciada. A Tabela 2 exhibe as contribuições de cada componente da demanda agregada desde 2015.

TABELA 2. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES DO PIB (P.P.)

Contribuições para a variação real do PIB (p.p.)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Absorção interna	-6,4	-4,7	1,5	2,3	1,9	-5,2
Consumo das famílias	-2,0	-2,5	1,3	1,5	1,4	-3,4
Consumo do governo	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-1,0
Formação bruta de capital fixo	-2,5	-1,9	-0,4	0,8	0,5	0,0
Variação de estoques	-1,6	-0,4	0,7	-0,2	0,1	-0,8
Exportações líquidas	2,9	1,5	-0,2	-0,5	-0,5	1,1

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Contribuição negativa seria ainda mais intensa sem o impulso do Auxílio Emergencial. Não fosse o impulso gerado pelo pagamento do Auxílio Emergencial, cujo gasto somou R\$ 293,1 bilhões entre abril e dezembro do ano passado (montante equivalente a 4% do PIB), o impacto negativo sobre o PIB decorrente da retração do consumo das famílias

³ O PIB pela ótica da demanda pode ser separado em duas partes: a absorção interna e as exportações líquidas (exportações menos importações), também chamadas de absorção externa. A absorção interna representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento. Se a absorção doméstica supera o que é produzido no país e esse país absorve mais do que produz, as exportações líquidas são negativas. Caso a absorção desse país seja inferior à sua produção, o país é exportador líquido.

⁴ A variação de estoques (ou o investimento em estoques) corresponde à variação líquida nos estoques de bens finais e matérias-primas utilizadas no processo de produção. A rubrica é usada como elemento de equilíbrio de oferta e demanda de bens e serviços.

teria sido ainda mais expressivo, em função dos efeitos do distanciamento social e da deterioração do mercado de trabalho, evidenciada pela pronunciada queda nas contratações.

Risco de recessão técnica no primeiro semestre. O dado ainda expressivo do quarto trimestre deixou um carregamento estatístico (*carry-over*) de 3,6% para 2021. Isto é, caso o PIB registrasse variação nula em todos os trimestres de 2021, a atividade econômica apresentaria crescimento de 3,6% no ano. A projeção atual da IFI é de 3% para 2021, mesmo com o efeito da forte herança estatística positiva. Como o primeiro trimestre deve ter um desempenho fraco, com risco de recessão técnica no primeiro semestre, essa estimativa dependerá de uma recuperação, no segundo semestre, condicionada ao avanço da vacinação de parte substancial da população e à decorrente redução das medidas de afastamento social, hoje inescapáveis. As medidas são necessárias para evitar o espalhamento do vírus e terão de durar tanto tempo quanto o país demorar a vacinar percentual relevante da população brasileira.

Recrudescimento da crise sanitária pode provocar rodada de revisões baixistas para o PIB. Com a piora da pandemia e a pressão sobre o sistema de saúde, Estados e municípios passaram a adotar, a partir de março, medidas necessárias mais rigorosas de isolamento social, que terão efeito sobre o PIB, principalmente através da redução do consumo de serviços. Por essa razão, atualizamos o exercício mostrado no Relatório de Acompanhamento Fiscal 39⁵, de abril de 2020, que leva em conta diferentes premissas para o tempo mínimo de distanciamento social e a consequente redução da atividade econômica, com o objetivo de mostrar que a projeção atual para o PIB, em 2021, que contempla variação real de 3,0%, nas atuais circunstâncias, representa uma espécie de teto.

Um mês de isolamento retiraria 1,0 p.p. do crescimento anual do PIB. A Tabela 3 mostra o impacto em pontos percentuais (p.p.), na variação real do PIB, de diversas combinações entre o número de semanas de distanciamento social e o percentual de paralisação da atividade produtiva, evidenciando que cada mês (ou 4 semanas) de isolamento (considerando-se uma paralisação de 50% da atividade) retiraria 1,0 p.p. do crescimento anual do PIB. A metodologia ajuda a ilustrar e a dimensionar os impactos sobre o produto gerados pela necessidade de restrição ao funcionamento de diversos estabelecimentos, caso não aja medidas compensatórias.

⁵ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/570660/RAF39_ABR2020_Contexto_macro.pdf

TABELA 3. IMPACTO NA VARIAÇÃO REAL DO PIB EM PONTOS PERCENTUAIS (P.P)

	Tempo de distanciamento (em número de semanas)															
	Mar 1	Mar 2	Mar 3	Mar 4	Abr 5	Abr 6	Abr 7	Abr 8	Mai 9	Mai 10	Mai 11	Mai 12	Jun 13	Jun 14	Jun 15	Jun 16
5%	-0,02	-0,05	-0,07	-0,10	-0,12	-0,15	-0,17	-0,20	-0,22	-0,25	-0,27	-0,30	-0,32	-0,35	-0,37	-0,40
10%	-0,05	-0,10	-0,15	-0,20	-0,25	-0,30	-0,35	-0,40	-0,45	-0,50	-0,54	-0,59	-0,64	-0,69	-0,74	-0,79
15%	-0,07	-0,15	-0,22	-0,30	-0,37	-0,45	-0,52	-0,59	-0,67	-0,74	-0,82	-0,89	-0,97	-1,04	-1,11	-1,19
20%	-0,10	-0,20	-0,30	-0,40	-0,50	-0,60	-0,69	-0,79	-0,89	-0,99	-1,09	-1,19	-1,29	-1,39	-1,49	-1,58
25%	-0,12	-0,25	-0,37	-0,50	-0,62	-0,74	-0,87	-0,99	-1,11	-1,24	-1,36	-1,49	-1,61	-1,73	-1,86	-1,98
30%	-0,15	-0,30	-0,45	-0,60	-0,74	-0,89	-1,04	-1,19	-1,34	-1,49	-1,63	-1,78	-1,93	-2,08	-2,23	-2,38
35%	-0,17	-0,35	-0,52	-0,70	-0,87	-1,04	-1,21	-1,39	-1,56	-1,73	-1,91	-2,08	-2,25	-2,43	-2,60	-2,77
40%	-0,20	-0,40	-0,60	-0,79	-0,99	-1,19	-1,39	-1,59	-1,78	-1,98	-2,18	-2,38	-2,57	-2,77	-2,97	-3,17
45%	-0,22	-0,45	-0,67	-0,89	-1,12	-1,34	-1,56	-1,78	-2,01	-2,23	-2,45	-2,67	-2,90	-3,12	-3,34	-3,56
50%	-0,25	-0,50	-0,74	-0,99	-1,24	-1,49	-1,73	-1,98	-2,23	-2,48	-2,72	-2,97	-3,22	-3,47	-3,71	-3,96
55%	-0,27	-0,55	-0,82	-1,09	-1,36	-1,64	-1,91	-2,18	-2,45	-2,72	-3,00	-3,27	-3,54	-3,81	-4,08	-4,36
60%	-0,30	-0,60	-0,89	-1,19	-1,49	-1,79	-2,08	-2,38	-2,68	-2,97	-3,27	-3,57	-3,86	-4,16	-4,46	-4,75
65%	-0,32	-0,65	-0,97	-1,29	-1,61	-1,93	-2,26	-2,58	-2,90	-3,22	-3,54	-3,86	-4,18	-4,51	-4,83	-5,15
70%	-0,35	-0,70	-1,04	-1,39	-1,74	-2,08	-2,43	-2,77	-3,12	-3,47	-3,81	-4,16	-4,51	-4,85	-5,20	-5,54
75%	-0,37	-0,74	-1,12	-1,49	-1,86	-2,23	-2,60	-2,97	-3,34	-3,71	-4,09	-4,46	-4,83	-5,20	-5,57	-5,94
80%	-0,40	-0,79	-1,19	-1,59	-1,98	-2,38	-2,78	-3,17	-3,57	-3,96	-4,36	-4,75	-5,15	-5,55	-5,94	-6,34
85%	-0,42	-0,84	-1,27	-1,69	-2,11	-2,53	-2,95	-3,37	-3,79	-4,21	-4,63	-5,05	-5,47	-5,89	-6,31	-6,73

Fonte: IFI.

A Tabela 4, na sequência, mostra a variação real do PIB de 2021 para as mesmas combinações, partindo-se de uma projeção inicial de 3,0%.

TABELA 4. VARIAÇÃO REAL DO PIB EM 2021 (%)

	Tempo de distanciamento (em número de semanas)															
	Mar 1	Mar 2	Mar 3	Mar 4	Abr 5	Abr 6	Abr 7	Abr 8	Mai 9	Mai 10	Mai 11	Mai 12	Jun 13	Jun 14	Jun 15	Jun 16
5%	2,97	2,94	2,92	2,89	2,87	2,84	2,82	2,79	2,77	2,74	2,72	2,69	2,67	2,65	2,62	2,60
10%	2,94	2,89	2,84	2,79	2,74	2,69	2,65	2,60	2,55	2,50	2,45	2,40	2,35	2,30	2,25	2,20
15%	2,92	2,84	2,77	2,69	2,62	2,55	2,47	2,40	2,32	2,25	2,17	2,10	2,03	1,95	1,88	1,80
20%	2,89	2,79	2,69	2,59	2,50	2,40	2,30	2,20	2,10	2,00	1,90	1,80	1,70	1,61	1,51	1,41
25%	2,87	2,74	2,62	2,50	2,37	2,25	2,12	2,00	1,88	1,75	1,63	1,51	1,38	1,26	1,14	1,01
30%	2,84	2,69	2,55	2,40	2,25	2,10	1,95	1,80	1,65	1,51	1,36	1,21	1,06	0,91	0,76	0,62
35%	2,82	2,64	2,47	2,30	2,12	1,95	1,78	1,60	1,43	1,26	1,09	0,91	0,74	0,57	0,39	0,22
40%	2,79	2,59	2,40	2,20	2,00	1,80	1,60	1,41	1,21	1,01	0,81	0,62	0,42	0,22	0,02	-0,18
45%	2,77	2,55	2,32	2,10	1,88	1,65	1,43	1,21	0,99	0,76	0,54	0,32	0,10	-0,13	-0,35	-0,57
50%	2,74	2,50	2,25	2,00	1,75	1,50	1,26	1,01	0,76	0,52	0,27	0,02	-0,23	-0,47	-0,72	-0,97
55%	2,72	2,45	2,17	1,90	1,63	1,36	1,08	0,81	0,54	0,27	0,00	-0,28	-0,55	-0,82	-1,09	-1,36
60%	2,69	2,40	2,10	1,80	1,50	1,21	0,91	0,61	0,32	0,02	-0,28	-0,57	-0,87	-1,17	-1,46	-1,76
65%	2,67	2,35	2,02	1,70	1,38	1,06	0,74	0,42	0,09	-0,23	-0,55	-0,87	-1,19	-1,51	-1,83	-2,16
70%	2,64	2,30	1,95	1,60	1,26	0,91	0,56	0,22	-0,13	-0,48	-0,82	-1,17	-1,51	-1,86	-2,21	-2,55
75%	2,62	2,25	1,87	1,50	1,13	0,76	0,39	0,02	-0,35	-0,72	-1,09	-1,46	-1,84	-2,21	-2,58	-2,95
80%	2,59	2,20	1,80	1,40	1,01	0,61	0,22	-0,18	-0,57	-0,97	-1,37	-1,76	-2,16	-2,55	-2,95	-3,34
85%	2,57	2,15	1,73	1,30	0,88	0,46	0,04	-0,38	-0,80	-1,22	-1,64	-2,06	-2,48	-2,90	-3,32	-3,74

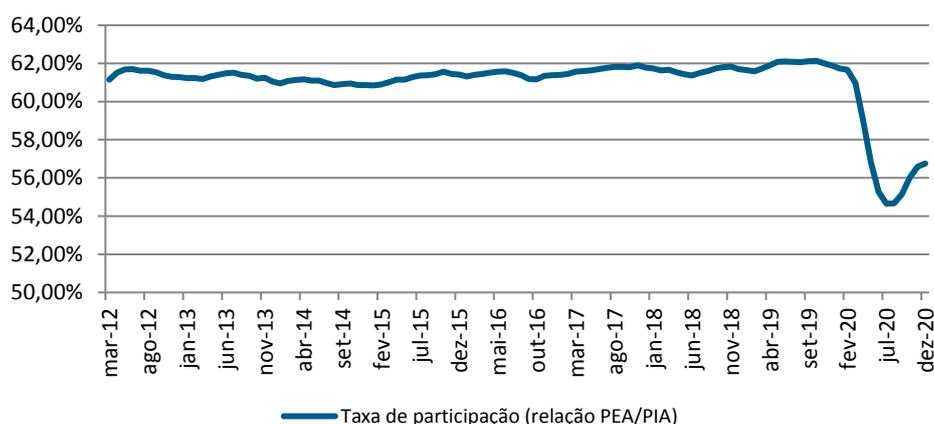
Fonte: IFI.

1.2 Mercado de trabalho

Recuo da força de trabalho atenua elevação da taxa de desemprego. A taxa de desemprego no Brasil atingiu 13,9% da força de trabalho no trimestre encerrado em dezembro, 3,0 pontos percentuais acima do observado em igual período do ano anterior, de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), divulgada pelo IBGE. O resultado refletiu o declínio da força de trabalho (-5,7% e redução de 6 milhões de pessoas) e da população ocupada (-8,9% e 8,3 milhões de pessoas). Em termos absolutos, 13,9 milhões de pessoas buscaram uma colocação e não foram absorvidas. Em 2020, a taxa de desemprego média chegou ao patamar de 13,5%.

A taxa de desemprego não subiu mais rapidamente porque uma parcela das pessoas que perderam o emprego deixou a força de trabalho. Essa dinâmica pode ser vista pelo comportamento da taxa de participação no mercado de trabalho. A relação entre o número de pessoas que compõe a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar atingiu 56,8% no trimestre encerrado em dezembro de 2020 (no mesmo período do ano passado a taxa de participação estava em 61,9%), o que mostra que a pandemia tem afetado a demanda (contratações) e a oferta de trabalho (participação).

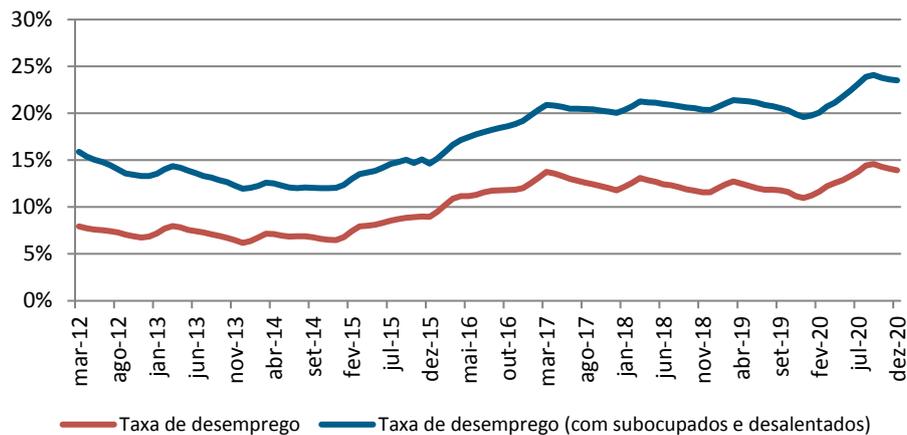
GRÁFICO 2. TAXA DE PARTICIPAÇÃO (RELAÇÃO PEA/PIA)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Com subocupados e desalentados, a taxa sobe para 23,5%. O Gráfico 3 mostra que a taxa de desemprego teria alcançado 23,5% da força de trabalho no trimestre encerrado em dezembro de 2020 caso o contingente de subocupados por insuficiência de horas trabalhadas (6,8 milhões) e de desalentados (5,8 milhões) - contabilizados fora da força de trabalho na PNAD Contínua - fosse adicionado ao número de pessoas desocupadas (13,9 milhões).

GRÁFICO 3. TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

População ocupada continua diminuindo na variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. A Tabela 5 contém informações referentes à população ocupada, extraídas da PNAD Contínua. O número de pessoas ocupadas passou de 94,6 milhões no trimestre encerrado em dezembro de 2019 para 86,1 milhões nos últimos três meses finalizados em dezembro de 2020 (redução de 8,3 milhões de pessoas e variação de -8,9%).

TABELA 5. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO

Indicadores de emprego	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses			Percentual em relação ao total de ocupados		
	dez/19	nov/20	dez/20	dez/19	nov/20	dez/20	dez/19	nov/20	dez/20	dez/19	nov/20	dez/20
População ocupada	94.552	85.578	86.179	2,0%	-9,4%	-8,9%	2,0%	-7,0%	-7,9%	100%	100%	100%
População ocupada no mercado informal	38.735	33.488	34.029	1,6%	-13,8%	-12,1%	2,7%	-11,9%	-13,2%	41,0%	39,1%	39,5%
População ocupada no mercado formal	55.817	52.090	52.150	2,2%	-6,3%	-6,6%	1,5%	-3,5%	-4,2%	59,0%	60,9%	60,5%
Setor privado	45.523	39.697	39.870	2,5%	-12,2%	-12,4%	1,8%	-8,7%	-10,1%	48,1%	46,4%	46,3%
Com carteira assinada	33.668	29.963	29.885	2,2%	-10,3%	-11,2%	1,1%	-6,7%	-7,8%	35,6%	35,0%	34,7%
Sem carteira assinada	11.855	9.735	9.985	3,2%	-17,6%	-15,8%	4,0%	-14,6%	-16,5%	12,5%	11,4%	11,6%
Trabalhador doméstico	6.356	4.791	4.902	1,6%	-24,6%	-22,9%	0,4%	-17,6%	-19,2%	6,7%	5,6%	5,7%
Com carteira assinada	1.770	1.263	1.281	-0,5%	-28,1%	-27,6%	-3,0%	-18,5%	-20,1%	1,9%	1,5%	1,5%
Sem carteira assinada	4.585	3.528	3.621	2,4%	-23,3%	-21,0%	1,8%	-17,3%	-18,8%	4,8%	4,1%	4,2%
Setor público	11.641	12.186	12.162	0,4%	4,3%	4,5%	0,7%	3,3%	3,6%	12,3%	14,2%	14,1%
Empregador	4.442	3.921	3.922	-1,7%	-12,5%	-11,7%	-0,1%	-8,5%	-8,5%	4,7%	4,6%	4,6%
Com CNPJ	3.636	3.259	3.266	0,6%	-11,7%	-10,2%	1,8%	-6,9%	-6,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Sem CNPJ	806	661	656	-10,9%	-16,6%	-18,6%	-7,7%	-15,2%	-15,7%	0,9%	0,8%	0,8%
Conta própria	24.557	22.937	23.272	3,3%	-6,7%	-5,2%	4,1%	-5,5%	-6,2%	26,0%	26,8%	27,0%
Com CNPJ	5.101	5.419	5.556	0,6%	-11,7%	-10,2%	1,8%	-6,9%	-6,8%	5,4%	6,3%	6,4%
Sem CNPJ	19.456	17.517	17.716	-10,9%	-16,6%	-18,6%	-7,7%	-15,2%	-15,7%	20,6%	20,5%	20,6%
Trabalhador familiar auxiliar	2.033	2.047	2.051	-5,8%	-0,7%	0,9%	-1,9%	-8,3%	-7,9%	2,2%	2,4%	2,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Contração é mais contundente no mercado informal. O contingente de pessoas ocupadas no mercado formal, conjunto formado pelos empregados do setor privado, inclusive domésticos, com carteira de trabalho assinada, trabalhadores por conta própria e empregadores com CNPJ, e empregados do setor público, passou de 55,8 no trimestre encerrado em dezembro de 2019 para 52,1 milhões nos últimos três meses finalizados em dezembro de 2020 (variação de -6,6%). Na mesma comparação, o número de pessoas ocupadas no mercado informal (incluindo as seguintes posições: empregado no setor privado sem carteira assinada, trabalhador doméstico sem carteira assinada, empregador sem CNPJ, conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar) foi reduzido em 4,7 milhões de pessoas (de 38,7 milhões para 34 milhões, variação de -12,1%). Normalmente, a perda do emprego com carteira assinada costuma ser compensada pela expansão do trabalho por conta-própria, embora esse mecanismo de ajuste que não esteja funcionando nessa crise.

Considerando a variação acumulada em doze meses, a queda da população ocupada em dezembro foi de 7,9%. Na mesma comparação, a população no mercado formal e informal registraram variações, nessa ordem de -4,2% e -13,2%.

Massa de rendimentos do trabalho recua 6,5% (em termos reais) no trimestre encerrado em dezembro. Ainda segundo a PNAD Contínua, o rendimento médio real habitualmente recebido pelas pessoas ocupadas em todos os trabalhos foi estimado em R\$ 2.507 no trimestre encerrado em dezembro de 2020, 2,7% acima do patamar do mesmo período de 2019 (R\$ 2.440). A combinação de alta nos rendimentos, influenciada pela saída relativamente maior de

peças com menor rendimento da população ocupada, com a queda do emprego (-8,9%) fez com que a massa salarial registrasse variação de -6,5% na mesma comparação.

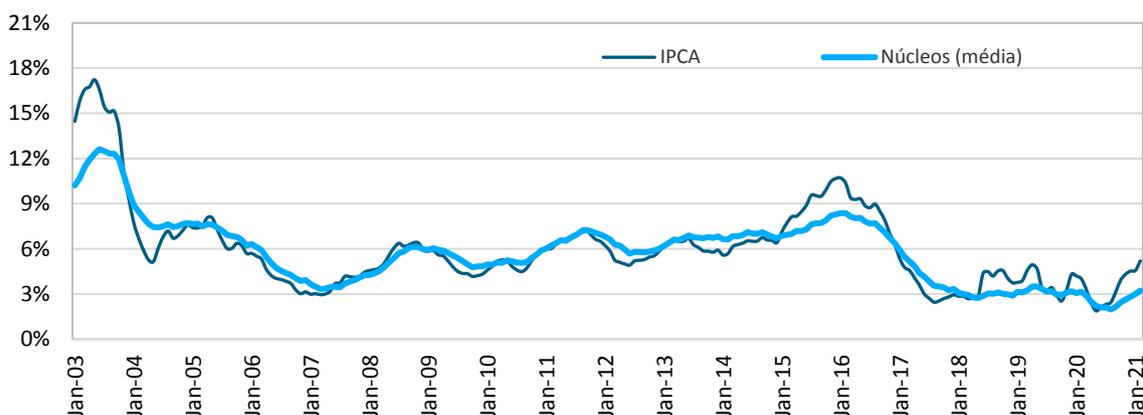
1.3 Inflação e política monetária

Em fevereiro, o IPCA acumula alta de 5,2% em doze meses. A inflação ao consumidor, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acelerou de 0,25% em janeiro para 0,86% em fevereiro (maior variação para um mês de fevereiro desde 2016), acumulando alta de 5,20% em 12 meses, acima dos 4,56% observados nos doze meses imediatamente anteriores) e muito próxima do limite máximo para meta para a inflação (3,75% com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 ponto percentual) definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A expectativa para o IPCA de 2021, apurada pela pesquisa Focus, encontra-se em 4,6%, também acima da meta do ano. A projeção atual da IFI (3,6%) tem viés de alta.

Elevação dos preços de combustíveis responde por grande parte da inflação no mês. Em fevereiro, o maior impacto no índice cheio (0,86%) veio da alta nos preços dos combustíveis (7,09%), sendo que a gasolina (7,11%), individualmente, contribuiu com 0,36 p.p., cerca de 42% da inflação do mês. Os preços do etanol (8,06%), do óleo diesel (5,40%) e do gás veicular (0,69%) também subiram.

Núcleos também são impactados. O aumento da inflação corrente está impactando a dinâmica dos núcleos de inflação, que seguem acelerando no acumulado em doze meses. Os núcleos são variáveis construídas pelo Banco Central com o intuito de expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade sobre a inflação ao consumidor no curto prazo. A média desses núcleos calculados pelo Banco Central subiu de 3,0% em janeiro para 3,2% em fevereiro.

GRÁFICO 4. IPCA
(variação acumulada em 12 meses)

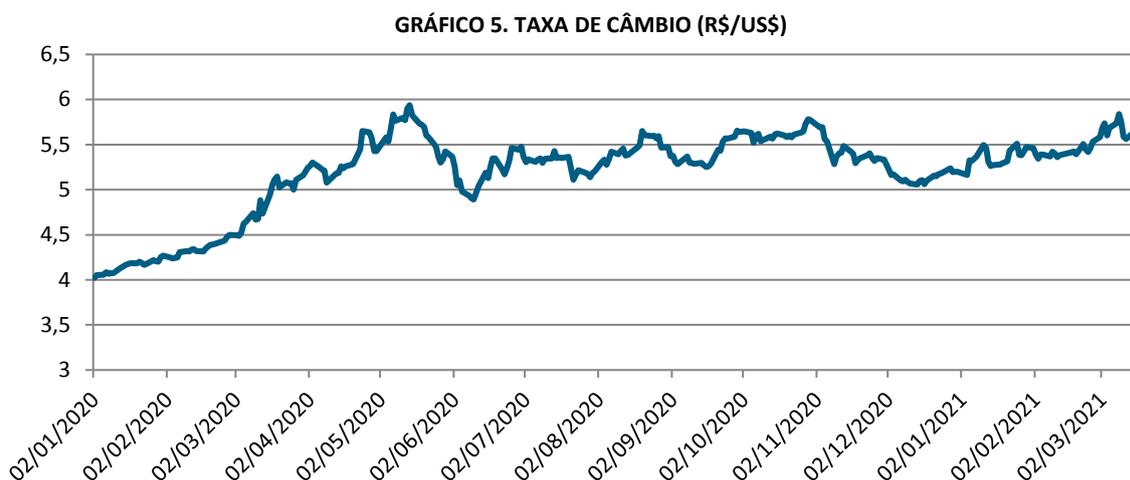


Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI

Em fevereiro, IGP-DI acumula alta de quase 30% em doze meses. Os Índices Gerais de Preços (IGPs), mais sensíveis que o índice de preço ao consumidor às oscilações da taxa de câmbio e dos preços de *commodities*, exibiram variações em magnitude bem superior ao IPCA: o IGP – Disponibilidade Interna (IGP-DI) e o IGP – Mercado (IGP-M), ambos calculados pela FGV, acumularam alta de 29,96% e 28,94%, respectivamente, nos últimos doze meses encerrados em fevereiro.

Depreciação da taxa de câmbio se acentua nos últimos meses. A cotação média da taxa de câmbio ao longo de março (até o dia 17) alcançou o patamar de R\$5,66/US\$ - depreciação de 20,4% em relação ao mesmo período do ano anterior

(R\$4,71/US\$) - após ter atingido R\$5,53/US\$ no final de fevereiro. No Gráfico 5 é possível observar uma tendência mais clara de depreciação da moeda local, que vem se amplificando desde o final do ano passado.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Movimento na taxa de câmbio não tem respondido ao enfraquecimento do dólar. Estudo recente realizado por economistas da consultoria A.C. Pastore & Associados⁶, mostra que a trajetória da moeda brasileira não tem acompanhado o movimento do dólar que, visto pela evolução do *Dollar Index* (cotação do dólar em função de uma cesta de moedas) está enfraquecendo desde maio, como resposta à expansão monetária promovida pelo *Federal Reserve* para mitigar os efeitos da pandemia – movimento que estimula os fluxos de capitais dos Estados Unidos para outros países.

Fatores locais são responsáveis pela depreciação cambial recente. Outro estudo empírico recente publicado no Blog do IBRE, de autoria do economista Lívio Ribeiro⁷, mostra que o comportamento do real, desde a eclosão da pandemia, está descolado de outras moedas de países emergentes. Através de um exercício econométrico que permite decompor as variações do real em função do diferencial de juros (juro de 1 ano brasileiro e juro de 1 ano americano), de questões específicas do país, aproximadas pela componente doméstica do prêmio de risco-país e dos movimentos de fundamentos globais capturadas pelo índice de preços de commodities (CRB), pela posição do dólar frente a outras moedas desenvolvidas (*Dollar Index*) e pelo juro longo americano (Nota do Tesouro Americano de 10 anos, ou *Treasury Bill* de 10 anos). As conclusões do exercício são i) que a importância do diferencial de juros parece ser reduzida para explicar os movimentos recentes do real, ii) que o movimento do real acompanha essencialmente os fundamentos globais, embora iii) a depreciação do real verificada ao longo de dezembro e janeiro foi quase inteiramente motivada pela componente local.

Copom eleva a taxa Selic em 0,75 p.p. Diante da piora do quadro inflacionário, visando ancorar as expectativas à meta, na reunião do dia 17 de março, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic de 2,0% a.a. para 2,75% a.a., comprometendo-se com outro ajuste de mesma magnitude na reunião seguinte que acontecerá em maio, caso não ocorra uma mudança significativa no balanço de riscos para a trajetória de inflação.

⁶ Disponível em: https://valor.globo.com/google/amp/financas/noticia/2021/03/09/alta-da-selic-tera-pouco-ou-nenhum-efeito-sobre-o-cambio-diz-pastore.ghtml?twitter_impression=true

⁷ Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-cambio-sob-fogo-amigo#ftn3>

A redução da percepção do risco de natureza fiscal, a condução efetiva e responsável do país na pandemia e a aceleração de um processo amplo de imunização da população – razões por trás da incerteza em torno do cenário econômico doméstico – contribuiriam para atenuar as pressões sobre a taxa de câmbio e a dosagem de elevação dos juros necessária para trazer as expectativas de inflação de volta para um patamar condizente com o cumprimento da meta.

1.4 Setor externo

Redução no déficit em transações correntes do país veio acompanhada de diminuição dos fluxos na conta financeira. De acordo com o Banco Central, o déficit em transações correntes apresentou melhora substancial, em 2020, em razão dos impactos da pandemia sobre a economia. Essa redução no déficit veio acompanhada de uma redução nos fluxos da conta financeira, especialmente dos investimentos diretos no país (Tabela 6).

TABELA 6. SALDOS ACUMULADOS DOS COMPONENTES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (US\$ MILHÕES)

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Dif. 2020/2019
Transações correntes	-101.431,00	-54.472,10	-24.230,10	-15.014,60	-41.539,70	-50.697,10	-12.456,90	38.240,20
Conta capital	231,60	461,10	273,70	379,40	439,80	369,30	280,80	-88,50
Conta financeira	96.586,40	56.151,90	15.713,70	9.926,20	42.421,60	50.024,00	9.656,20	-40.367,80
Erros e omissões	4.612,90	-2.140,90	8.242,80	4.708,90	-1.321,60	303,90	2.520,10	2.216,20

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Reduções nas transações com serviços e nos pagamentos de renda ao exterior produziram queda no déficit em transações correntes. As transações correntes representam a soma dos saldos das transações com bens, serviços e os pagamentos líquidos de renda feitos ao exterior pelo país, em um determinado instante do tempo. Em 2020, de acordo com o Banco Central, o déficit foi de US\$ 12,45 bilhões, ante déficit de US\$ 50,70 bilhões apurado no ano anterior (Tabela 7). A forte redução no déficit em conta corrente do país, em 2020, ocorreu em razão das diminuições nas transações com serviços e nos pagamentos líquidos de renda ao exterior.

Saldo da balança comercial teve incremento de US\$ 2,8 bilhões entre 2019 e 2020. A despeito do choque provocado pela pandemia da covid-19, o saldo da balança comercial do país subiu de US\$ 40,47 bilhões, em 2019, para US\$ 43,29 bilhões, no ano passado, um incremento de US\$ 2,8 bilhões (Tabela 7). Esse resultado, por sua vez, reflete uma queda relativamente menor das exportações de bens do país comparativamente às importações. Enquanto as vendas ao exterior totalizaram US\$ 210,73 bilhões, em 2020 (menos US\$ 15,09 bilhões frente a 2019), as importações somaram US\$ 167,26 bilhões (menos US\$ 17,91 bilhões em relação a 2019). A queda de importações está diretamente associada à recessão vivida em 2020 e a seus impactos sobre o consumo agregado.

Déficit na balança de serviços diminuiu US\$ 15,14 bilhões, em 2020, frente a 2019. Nas transações com serviços, o déficit registrado foi de US\$ 19,92 bilhões, em 2020, com redução de US\$ 15,14 bilhões em relação ao apurado em 2019 (Tabela 7). Contribuíram mais para esse resultado os serviços de (i) transportes, cujo déficit diminuiu de US\$ 5,91 bilhões, em 2019, para US\$ 2,53 bilhões, em 2020, uma redução de US\$ 3,38 bilhões; (ii) viagens, que tiveram resultado negativo de US\$ 2,35 bilhões, em 2020, ante déficit de US\$ 11,60 bilhões, em 2019 (queda no déficit em US\$ 9,25 bilhões); e (iii) aluguel de equipamentos, cujo déficit foi reduzido em US\$ 2,83 bilhões, no ano passado, tendo passado de US\$ 14,55 bilhões, em 2019, para US\$ 11,71 bilhões, em 2020.

TABELA 7. SALDOS ACUMULADOS DOS COMPONENTES DO SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES (US\$ MILHÕES)

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Dif. 2020/2019
Transações correntes	-101.431,00	-54.472,10	-24.230,10	-15.014,60	-41.539,70	-50.697,10	-12.456,90	38.240,20
Balança comercial	-6.629,30	17.654,60	44.634,90	63.959,60	53.047,50	40.472,80	43.295,00	2.822,20
Serviços	-48.106,80	-36.915,60	-30.446,60	-37.927,20	-35.734,10	-35.065,90	-19.923,00	15.142,90
Renda primária	-49.419,90	-37.962,70	-41.543,60	-43.169,50	-58.824,60	-57.271,80	-38.186,70	19.085,10
Renda secundária	2.724,90	2.751,30	3.125,40	2.123,00	-28,20	1.167,70	2.357,80	1.190,10

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Resultado das transações com pagamento de renda primária foi negativo em US\$ 38,18 bilhões no ano passado.

Ainda, em 2020, houve forte redução nos pagamentos líquidos de renda primária ao exterior. Essas transações consistem, principalmente, em rendimentos de capitais trazidos ao país, especialmente os lucros resultantes dos investimentos diretos em empresas, os rendimentos dos investimentos em carteira (títulos e ações) e os juros decorrentes de empréstimos tomados no exterior. Em 2020, o déficit nas transações de renda primária foi de US\$ 38,18 bilhões, montante US\$ 19,08 bilhões menor que o apurado em 2019 (Tabela 7).

Vale ressaltar que o Brasil apresenta, historicamente, déficit nas transações de serviços e de rendas primárias. Por essa razão, o país costuma apresentar um saldo em transações correntes negativo, que pode ser parcialmente compensando pelo saldo da balança comercial. O déficit de serviços, por exemplo, é muito sujeito às oscilações da atividade econômica.

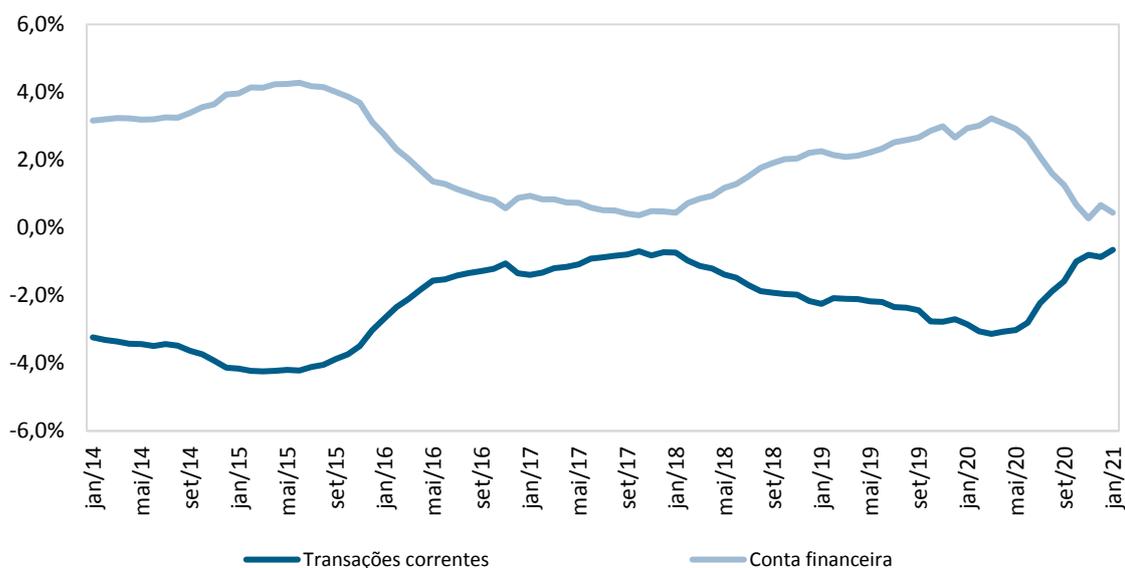
Reversão na trajetória do déficit em transações correntes ocorreu com mais força no segundo trimestre de 2020.

O Gráfico 6 apresenta a evolução do acumulado em 12 meses dos saldos dos dois principais componentes do balanço de pagamentos, em proporção do PIB: transações correntes e conta financeira. Fica muito clara a reversão da trajetória de deterioração no déficit em transações correntes a partir do segundo trimestre de 2020, quando os efeitos da primeira onda da pandemia do novo coronavírus já influenciavam a atividade econômica doméstica e externa.

Na presença de fontes estáveis de financiamento, déficits em transações correntes não constituem evento necessariamente ruim.

Vale mencionar que uma deterioração na conta corrente do país não é motivo de preocupação caso existam fontes estáveis de financiamento para esse déficit. Este ponto será melhor explorado em seguida. Para o Brasil, em linhas gerais, em períodos de aquecimento da economia, o déficit em transações correntes piora, embora costume ser acompanhado por uma melhora no resultado da conta financeira, especialmente em razão do ingresso de investimentos estrangeiros diretos. Uma piora no déficit em transações em momentos de baixo crescimento, no entanto, deve ser monitorada em função das implicações que pode trazer para o restante da economia.

GRÁFICO 6. EVOLUÇÃO DO ACUMULADO EM 12 MESES DOS SALDOS DE COMPONENTES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (% PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI

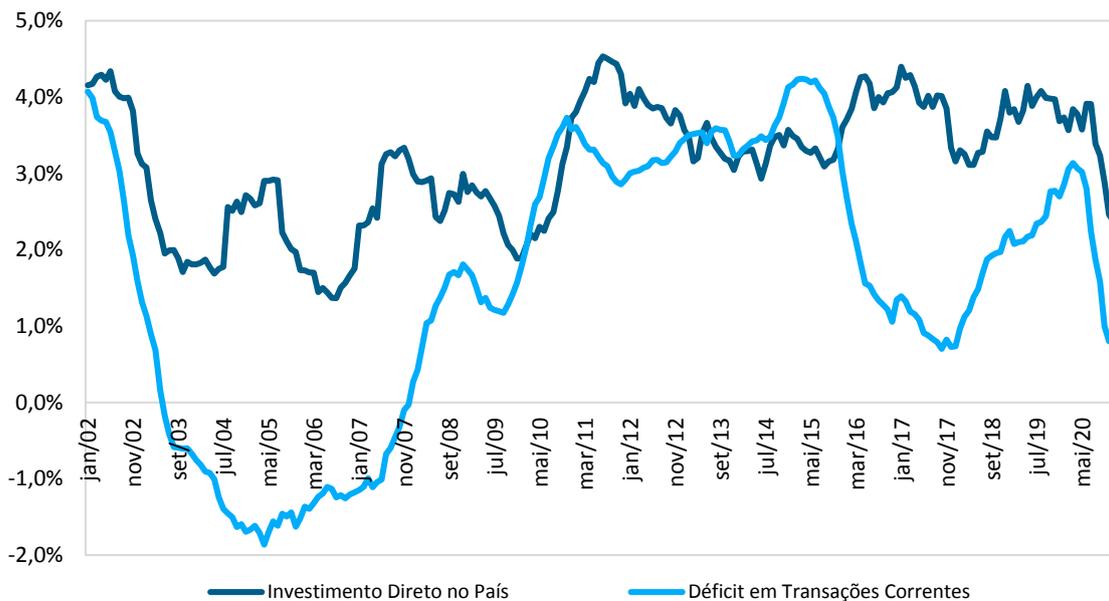
Na conta financeira estão registradas as entradas e saídas de capitais do país. O Brasil é importador de capitais, visto que, usualmente, os déficits nas transações correntes são financiados com a entrada líquida de recursos do exterior. Quando os fluxos financeiros superam o déficit em transações correntes, a atuação do Banco Central faz as reservas internacionais aumentarem. Em caso de fluxos financeiros inferiores ao déficit em transações correntes, a atuação da autoridade monetária faz cair o nível das reservas.

Investimentos Diretos no País constituem principal fonte de financiamento estável para os déficits em transações correntes. Os investimentos diretos no país (IDP) representam fluxos financeiros de não residentes para empresas brasileiras, podendo ser divididos em participação no capital e operações intercompanhia. São considerados uma fonte de financiamento estável ao déficit em transações correntes em razão do horizonte de longo prazo das inversões. Sinalizam, ainda, a expectativa de não residentes em relação ao comportamento da economia brasileira no futuro. Em certo sentido, podem ser considerados um indicador de expectativas dos agentes quanto ao crescimento econômico do país.

Pandemia também influenciou os fluxos da conta financeira do país. O Gráfico 1Y mostra que, assim como o saldo em transações correntes apresentou melhora a partir do segundo trimestre de 2020, ocorreu redução dos fluxos da conta financeira, principalmente em virtude da queda no investimento direto no país. O fluxo desta variável, que até o início do ano passado situava-se ao redor de US\$ 70 bilhões, no acumulado de 12 meses, caiu ao nível de US\$ 34 bilhões, ao final de 2020. A principal razão para essa diminuição foi o advento da pandemia da covid-19.

O Gráfico 7 apresenta a evolução, nos últimos 19 anos, do IDP, principal componente da conta financeira, e do saldo em transações correntes. As séries foram acumuladas em períodos de 12 meses e são representadas em proporção do PIB. Investimentos diretos maiores que o déficit em conta corrente indicam menor dificuldade para o país financiar o saldo em transações correntes. Naturalmente, as séries precisam ser analisadas a partir das trajetórias. De 2002 para cá, foram poucos os momentos em que o IDP ficou abaixo do déficit em conta corrente. A situação mais recente ocorreu entre 2014 e 2015, quando a economia brasileira entrou em recessão.

GRÁFICO 7. EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NO PAÍS E DO SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES, ACUMULADOS EM 12 MESES EM PROPORÇÃO DO PIB (%)



Fonte: Banco Central. Elaboração:

A redução no IDP, como proporção do PIB, foi relativamente menor que a registrada no déficit em transações correntes. O Gráfico 7 mostra que, a despeito da queda do IDP, em 2020, o déficit em transações correntes caiu de forma mais do que proporcional. A título de ilustração, em julho de 2020, o IDP acumulado em 12 meses, como proporção do PIB, foi de 3,91%. Em janeiro de 2021, essa proporção havia caído para 2,32%. Ao mesmo tempo, o déficit em transações correntes saiu de 2,23% do PIB, em julho do ano passado, para 0,65%, em janeiro passado. Ou seja, a queda no IDP não configura um problema para o financiamento da conta corrente do país no período recente.

Redução nos fluxos da conta financeira atingiu US\$ 40,2 bilhões, em 2020. A Tabela 8 apresenta os saldos de alguns componentes da conta financeira do Balanço de Pagamentos, cujos fluxos diminuíram em US\$ 40,3 bilhões, em 2020, frente ao ano anterior.

Em valores absolutos, IDP caiu cerca de US\$ 35 bilhões no ano passado. Como mencionado anteriormente, o IDP caiu praticamente à metade entre 2019 e 2020, de US\$ 69,2 bilhões para US\$ 34,2 bilhões (Tabela 3). Essa redução está relacionada ao impacto da pandemia sobre as economias, que fizeram cair o fluxo de capitais entre os países. Nos anos anteriores o fluxo de IDP para o Brasil registrou níveis bem mais elevados.

A maior parte do IDP que ingressou no Brasil, em 2020, foi impulsionado por operações de participação no capital, com fluxo de US\$ 29,7 bilhões, enquanto as operações intercompanhia, que correspondem a empréstimos de multinacionais às suas subsidiárias no Brasil, deduzidos dos empréstimos de empresas brasileiras às suas subsidiárias no exterior, registraram fluxo de US\$ 4,4 bilhões no ano passado.

O investimento em carteira (ativos), por sua vez, mais volátil que o IDP, aumentou US\$ 2,6 bilhões no ano passado, impulsionado por cotas em fundos (mais US\$ 1,0 bilhão) e investimentos em ações (mais US\$ 2,6 bilhões). Os montantes, no entanto, são bem mais baixos do que as fontes estáveis de financiamento.

TABELA 8. SALDOS ACUMULADOS DE ALGUNS COMPONENTES DA CONTA FINANCEIRA (US\$ MILHÕES)

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Dif. 2020/2019
Conta financeira	-96.586,40	-56.151,90	-15.713,70	-9.926,20	-42.421,60	-50.024,00	-9.656,20	40.367,80
Investimento direto no exterior	20.606,80	3.133,90	14.693,40	21.340,40	2.024,50	22.819,60	-16.419,00	-39.238,60
Participação no capital	19.895,10	3.973,00	14.918,80	21.226,90	-2.266,80	20.789,80	-17.749,60	-38.539,40
Operações intercompanhia	711,80	-839,10	-225,20	113,70	4.291,40	2.029,50	1.330,60	-698,90
Investimento direto no país	87.714,00	64.738,20	74.294,60	68.885,20	78.162,40	69.174,10	34.166,90	-35.007,20
Participação no capital	48.674,20	41.887,60	48.854,20	63.998,80	57.322,20	63.631,10	29.709,60	-33.921,50
Operações intercompanhia	39.039,90	22.850,60	25.440,60	4.886,30	20.840,20	5.543,10	4.457,30	-1.085,80
Investimento em carteira - ativos	2.822,10	-3.568,80	-598,60	12.370,60	458,00	8.995,20	11.611,40	2.616,20
Ações	59,90	163,00	-708,00	481,20	686,70	508,20	3.083,20	2.575,00
Cotas em fundos	2.084,30	-281,20	15,20	9.521,20	1.303,00	7.263,00	8.314,70	1.051,70
Títulos de renda fixa	677,80	-3.450,80	94,40	2.368,10	-1.531,50	1.224,10	213,30	-1.010,80
Investimento em carteira - passivos	44.238,40	14.269,90	-20.632,00	-5.353,10	-6.402,60	-10.221,20	-2.600,80	7.620,40
Ações	10.656,20	6.546,70	6.795,00	2.963,00	-2.212,60	-4.718,50	-4.617,70	100,80
Cotas em fundos	837,00	3.240,30	4.244,90	2.710,50	-849,60	2.908,80	-1.308,70	-4.217,50
Títulos de renda fixa	32.745,30	4.483,10	-31.671,70	-11.026,70	-3.340,60	-8.411,50	3.325,40	11.736,90
Derivativos - ativos e passivos	1.568,30	3.449,80	-968,80	705,10	2.753,40	1.673,50	5.396,80	3.723,30
Outros investimentos - ativos	50.644,20	26.598,60	17.587,90	-1.653,70	9.861,50	-2.104,60	602,80	2.707,40
Outros investimentos - passivos	51.108,50	8.326,40	2.001,80	-15.750,20	-11.312,60	-3.600,70	-34.950,30	-31.349,60
Ativos de reserva	10.832,70	1.568,90	9.237,40	5.092,80	2.927,60	-26.055,60	-14.231,80	11.823,80

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.