CARTA DE
CONJUNTURA
NÚMERO 47 — 2 ° TRIMESTRE DE 2020

SEÇÃO XI

Visão geral da conjuntura

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

Sumário

A pandemia do novo coronavírus afetou de forma profunda a trajetória econômica em todos os países do mundo. A previsão mais recente do Fundo Monetário Internacional (FMI) é que o produto interno bruto (PIB) mundial caia 4,9% este ano. O Brasil também sentiu, como não poderia deixar de ser, os efeitos da crise. O PIB do primeiro trimestre caiu 1,5% em relação ao trimestre anterior, e estima-se que a queda no segundo trimestre, caracterizado pelo aprofundamento das medidas de distanciamento social em resposta à pandemia, se aproxime de 10%. A despeito da forte redução da atividade econômica observada no final de março e ao longo de abril, vários indicadores apontam no sentido de que a atividade econômica voltou a crescer a partir de maio. Um fator importante para essa recuperação é a implementação efetiva do auxílio emergencial, que parece ter coberto parcela substancial da renda dos trabalhadores informais e em condição de vulnerabilidade. Sob a hipótese de que o processo de flexibilização gradual das restrições à mobilidade e ao funcionamento das atividades econômicas iniciado em junho se manterá, projeta-se a recuperação gradual do PIB no terceiro e quarto trimestres. A queda projetada para o ano é de 6%, mas a trajetória de recuperação no segundo semestre deixará um *carry-over* de quase 2% para 2021, cujo crescimento projetado é de 3,6%.

A expectativa de uma retomada apenas gradual da demanda, aliada à capacidade ociosa presente na maioria dos setores produtivos e à redução dos custos de mão de obra e aluguéis, permite projetar uma trajetória bem comportada para os preços dos serviços e bens livres. A projeção do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea é de que a inflação (medida pelo IPCA) encerre o ano em 1,8%.

A pandemia interrompeu temporariamente o processo de consolidação fiscal pelo qual passava a economia brasileira. Durante o período de crise sanitária e econômica, a prioridade passou a ser, evidentemente, a proteção da vida e da saúde das pessoas, bem como a preservação de empregos, renda e empresas. Assim, o governo lançou um amplo conjunto de medidas emergenciais de apoio à saúde e à economia, muitas das quais envolvem um custo fiscal significativo, tanto pelo lado da despesa como pelo lado da receita. Espera-se que, em função da deterioração fiscal causada pela pandemia, a dívida bruta do governo geral (DBGG) em proporção do PIB aumente de 75,8% no final de 2019 para 93,7% no final de 2020. Apesar da expectativa de que as medidas emergenciais não se estendam além de 2020, a crise da Covid-19 aumentou também para o futuro os desafios fiscais do país, que sairá da crise com uma dívida pública muito mais alta, e níveis

de produção e arrecadação muito mais baixos que antes. Logo, o esforço fiscal que vinha sendo realizado terá que ser reforçado, visando reafirmar o compromisso com o equilíbrio das contas públicas e com uma trajetória sustentável para a dívida pública.

Nossas projeções indicam, na ausência de medidas adicionais de contenção dos gastos obrigatórios, o estreitamento progressivo do espaço fiscal para gastos discricionários nos próximos anos, implicando dificuldades cada vez maiores para a execução de despesas relativas a custeio e investimento e colocando em risco o funcionamento da máquina pública e a continuidade de diversas políticas sociais. No que se refere à trajetória da relação dívida pública-PIB, alguns exercícios de projeção indicam que a manutenção da disciplina fiscal no pós-Covid-19 parece capaz de manter a dívida em trajetória sustentável, mesmo sob o crescimento moderado da atividade econômica. Contudo, na ausência de medidas que levem a um ritmo de crescimento potencial mais elevado, o endividamento público se manteria em nível alto durante muito tempo, deixando a economia vulnerável a diversos tipos de choques. Assim, conclui-se ser necessário combinar a disciplina fiscal com a adoção de um amplo conjunto de medidas e reformas que aumentem a eficiência e a produtividade na economia brasileira. Essa era a estratégia que já vinha sendo seguida pelo governo antes da eclosão da pandemia. A lição é que essa estratégia deverá ser retomada assim que a crise sanitária for deixada para trás.

1 Síntese da conjuntura

1.1 Conjuntura internacional

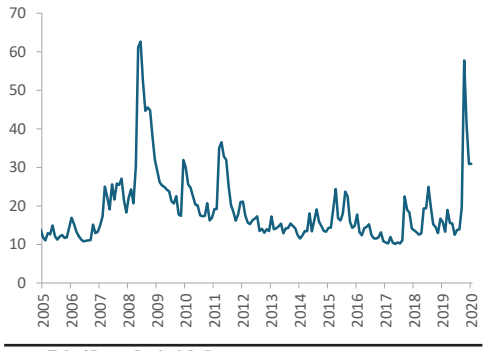
A pandemia do coronavírus vem tendo um profundo impacto global. A previsão mais recente do FMI é que o PIB mundial caia 4,9% este ano – uma redução de 1,9 ponto percentual (p.p.) em relação à previsão feita há apenas dois meses, já em plena pandemia. Para 2021, a previsão é de um crescimento de 5,6%, também um pouco menor que a de abril. As revisões para baixo refletem a queda da atividade econômica no primeiro semestre mais forte que a esperada, a perspectiva de continuidade de algumas medidas de isolamento social e o efeito da crise sobre o produto potencial global. De acordo com as projeções, ao final de 2021, a economia mundial terá retornado ao nível de 2019, mas ainda estará 6% abaixo do nível projetado antes da crise.

Como tem sido comum em previsões divulgadas recentemente, o FMI alerta para o elevado grau de incerteza em torno de suas projeções. Riscos positivos decorrem, entre outros fatores, da possibilidade de uma vacina ser desenvolvida em prazo mais curto que o estimado com base em pandemias passadas. Além disso, medidas adicionais de política econômica podem acelerar o processo de recuperação da atividade econômica. Do lado negativo, o aumento da mobilidade devido ao relaxamento das medidas de distanciamento social envolve um risco não desprezível de novas ondas de contágio e a necessidade de reverter o processo, deprimindo novamente a atividade e recolocando as condições financeiras no campo restritivo.

O FMI destaca, ainda, as tensões geopolíticas e os riscos associados ao comércio internacional, cuja queda no ano deve ser de 12%, projetando-se um crescimento de 8% em 2021.

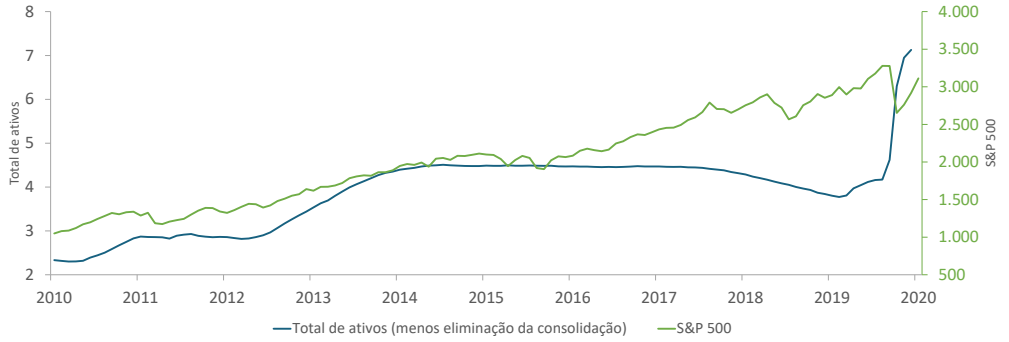
Diante do forte estímulo monetário proporcionado pelos bancos centrais ao redor do mundo, os mercados de ativos têm reagido de forma particularmente exacerbada e, em certo sentido, descolada da economia real, o que coloca um risco de correção à frente. A Bolsa de Valores de Nova Iorque, depois de cair 34% entre 19 de fevereiro e 23 de março, valorizou 44,5% até 8 de junho. Nas últimas semanas, houve uma pequena correção, mas o índice S&P 500 já teria recuperado mais de 90% da perda observada entre fevereiro e março. O que impressiona é que o nível de fevereiro já reflete uma valorização de 11,1% ao ano desde 2010. A queda e a recuperação da bolsa americana desde a erupção da pandemia foram acompanhadas da forte alta e do posterior recuo da volatilidade: o índice VIX alcançou 80 pontos em 16 de março, quase 20 pontos a mais que o observado no auge da crise financeira de 2008. Depois disso caiu, com uma média de 30 pontos em maio e junho – ainda assim, 50% maior que a média de 2019.

GRÁFICO 1
Índice de volatilidade – VIX
(Em pontos)



Fonte: *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
Elaboração: Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2
Ativos do Fed dos Estados Unidos e índice S&P 500
(Em US$ trilhões e pontos)



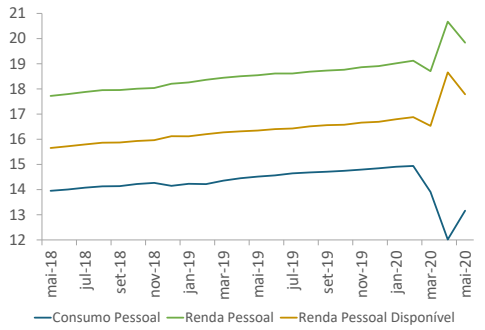
Fonte: *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
Elaboração: Dimac/Ipea.
Obs.: Índice S&P 500 de preço de ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque.

O estímulo monetário global tem sido impressionante: as taxas de juros são praticamente zero nos Estados Unidos e negativas na Europa e no Japão. Políticas de expansão quantitativa têm sido intensamente usadas. Na expansão monetária após a crise internacional de 2008, o *Federal Reserve System* (Fed) aumentou seu balanço, ao longo de quase três anos, em cerca de U$ 2 trilhões, por meio da aquisição de títulos públicos e garantidos por hipotecas. Na atual crise, observou-

se um aumento ainda maior, da ordem de US$ 3 trilhões, em apenas três meses, entre março e junho deste ano, com os ativos adquiridos pelo Fed passando a incluir também os títulos corporativos privados. Movimento semelhante foi seguido pelos bancos centrais da Área do Euro e do Japão.

A política fiscal também tem sido mobilizada com uma intensidade inédita. As medidas já aprovadas nos Estados Unidos somam US$ 2,2 trilhões (cerca de 10% do PIB) e incluem transferências às pessoas, ampliação dos valores pagos como seguro-desemprego, financiamento da folha salarial das empresas (com possibilidade de "perdão" da dívida caso não ocorram demissões), garantias a empréstimos, reduções de impostos e transferências a governos estaduais, além do aumento do gasto federal diretamente com saúde. As transferências a famílias fizeram a renda disponível dar um salto em abril, no momento em que os *tax rebates* começaram a ser creditados nas contas-correntes do contribuinte americano. Esse crescimento foi seguido em maio pelo aumento das despesas de consumo das famílias.

GRÁFICO 3
Estados Unidos: renda pessoal, renda pessoal disponível e despesas de consumo
(Em US$ trilhões, dessazonalizados e anualizados)



Fonte: *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
Elaboração: Dimac/Ipea.

Na Área do Euro, além do aumento dos *deficit* fiscais dos diferentes países, que podem aumentar de 0,5% para 8,5% do PIB, foi proposto um fundo de apoio à recuperação dos países mais duramente atingidos pela crise. Esse fundo será financiado, de forma pioneira, por meio da emissão de títulos pela Comissão Europeia, caracterizando, efetivamente, um aumento do orçamento fiscal comum em € 750 bilhões.

Apesar dos resultados negativos no primeiro trimestre – queda do PIB de 1,2% nos Estados Unidos, de 3,6% na Área do Euro e de 9,6% na China, todos na comparação com o último trimestre de 2019 após o ajuste para a sazonalidade – e da expectativa de quedas ainda maiores nos Estados Unidos e na Área do Euro no segundo trimestre, já surgem sinais mais robustos de recuperação da atividade econômica naqueles países atingidos mais cedo pela pandemia, e que se encontram mais avançados no processo de relaxamento das medidas de distanciamento social – embora os riscos de uma segunda onda de aumento dos casos de contaminação ainda pairem no horizonte.

Na China, a produção industrial já voltou a crescer na comparação interanual (4,2% ao ano, em média, em abril e maio), após fortes quedas, de 13,5% em média, em janeiro e em fevereiro. As vendas do comércio, em contrapartida, ainda apresentam taxas negativas (mas decrescentes) na comparação interanual, indicando a possível presença de restrições à mobilidade e o impacto da perda

de renda dos consumidores, aliado a uma maior cautela diante das incertezas que permanecem.

Nos Estados Unidos, a produção industrial cresceu 1,4% em maio (depois de cair 16,5% em março-abril), enquanto as vendas no varejo aumentaram 16,8% – refletindo a sustentação da renda das famílias pelos programas de transferência de renda do governo. As divulgações prévias dos *purchasing manager indexes* (PMIs) de junho apontam para a continuidade do movimento de recuperação, com o indicador da indústria americana em 49,6 pontos e o da Área do Euro em 46,9 pontos – crescimentos de 37% e 40% em relação ao fundo do poço, em abril. No setor serviços, a recuperação é mais forte, porém partindo de níveis muito mais baixos que na indústria. Na China, mais adiantada na normalização do funcionamento da economia, os indicadores (preliminares) tanto da indústria quanto dos serviços já estão acima dos 50 pontos, indicando a expansão da atividade econômica.

O ambiente externo é desafiador. A ampla liquidez internacional e o retorno do apetite pelo risco contribuem para melhores condições financeiras. A retração da economia mundial será profunda, porém curta, caso as previsões do FMI se confirmem. O estímulo das políticas econômicas em escala global é significativo. Especificamente para a economia brasileira, além da retomada esperada dos fluxos de capital externo, a recuperação dos níveis de atividade nos países desenvolvidos e na China deve manter o mercado externo em condições de absorver nossas exportações: os preços das *commodities* relevantes para o Brasil, como produtos agrícolas e minérios, tiveram uma queda menor que a média das *commodities*, que é muito influenciada pelo preço do petróleo, que caiu quase 50% em relação ao último trimestre de 2019. O preço da soja caiu 8%, ante uma redução média de 4,3% para os produtos agrícolas; o minério de ferro teve um aumento de 4,4% na mesma comparação, enquanto para o conjunto de *commodities* metálicas a queda foi de 11%.

1.2 Economia brasileira[1]

O Brasil também sentiu fortemente, como não poderia deixar de ser, os efeitos da crise. O PIB do primeiro trimestre caiu 1,5%, já refletindo o impacto da Covid-19 e das primeiras medidas de distanciamento social adotadas a partir de meados de março. Abril parece ter sido o fundo do poço, com fortes quedas em relação a março na indústria (-18,8%), no comércio (-17,5%) e nos serviços (-11,7%) – conforme as pesquisas mensais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

A ocupação em abril refletiu a contração da atividade econômica, com uma queda de 3,4% em relação a igual período de 2019 – após uma média mensal da taxa de crescimento interanual de 2,0% nos doze meses anteriores. Na mesma comparação, a massa real de rendimentos do trabalho caiu 0,8%, ante uma média mensal da variação interanual de 2,2% nos doze meses anteriores. A taxa de desocupação no trimestre móvel até abril foi 12,6%, 0,4 p.p a mais que em março

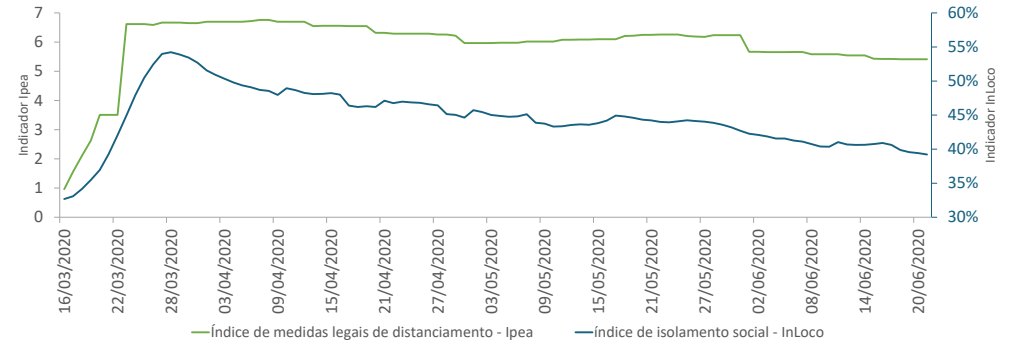
1 Esta subseção contou com o auxílio de Estêvão Kopschitz X. Bastos, Leonardo M. de Carvalho, Marcelo José Braga Nonnenberg e Maria Andreia P. Lameiras, todos Técnicos de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea; e de Pedro M. Garcia, assistente de pesquisa da Dimac/Ipea.

(não dessazonalizado) e 0,1 p.p. a mais que um ano antes, registrando a primeira variação positiva após vinte meses de queda a partir do último trimestre de 2017. A "mensalização" da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) revela que, especificamente para abril, a taxa de desocupação teria aumentado para 13,1%, ante 12,8% em fevereiro.[2] Essa taxa poderia ter sido ainda maior, não fosse a queda da taxa de participação, de 61,9% em fevereiro para 59,0% em abril de 2019 – neste caso, a menor taxa de participação desde o início da pesquisa.

A queda da taxa de participação reflete as restrições decorrentes da forte redução da atividade econômica e a própria limitação física para a busca por trabalho. De acordo com a PNAD Covid-19, na quarta semana de maio, dos 74,6 milhões de pessoas em idade ativa que estavam fora da força de trabalho, 25,7 milhões (ou 34,4% do total) não procuraram emprego, mas afirmaram que gostariam de trabalhar. Vale notar que a pandemia foi provavelmente o principal fator que levou as pessoas que gostariam de trabalhar a não procurar emprego na semana de referência; segundo o IBGE, desse contingente de pessoas, 17,7 milhões afirmaram não ter procurado emprego por conta da pandemia ou por falta de trabalho na localidade.

O indicador de adesão ao distanciamento social, como mostrado no gráfico 4, tem um pico no final de março e uma queda sistemática a partir desse ponto, refletindo a adesão cada vez menor às regras de isolamento. O grau de rigidez das medidas legais de distanciamento social, conforme o indicador desenvolvido pelo Ipea, reduziu-se apenas ligeiramente em abril, voltou a crescer em maio, mas declinou em junho.

GRÁFICO 4
Medidas legais de distanciamento *versus* isolamento social observado – dados diários
(16 mar.-21 jun./2020)



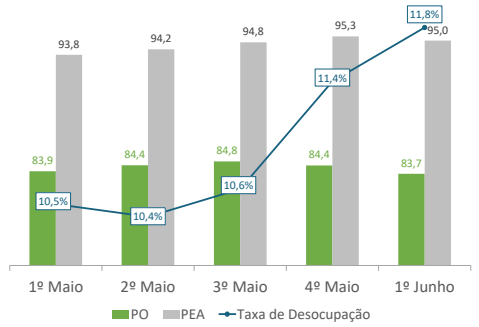
Fonte: Moraes (2020)[5] , InLoco.
Elaboração: Dimac/Ipea.
Obs.: O índice de isolamento social da InLoco é uma média móvel de sete dias.

A redução do índice de isolamento social parece consistente com a observação derivada da PNAD Covid-19 de que o aumento da taxa de desocupação nas últimas semanas tem refletido muito mais o aumento da força de trabalho (isto é, do número de pessoas em busca de trabalho) que a queda da ocupação. De

2. Mais informações disponíveis em: <https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/200619_cc47_nt.pdf>.
3. Disponível em: < https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/200610_nt_dinte_n_22.pdf>.

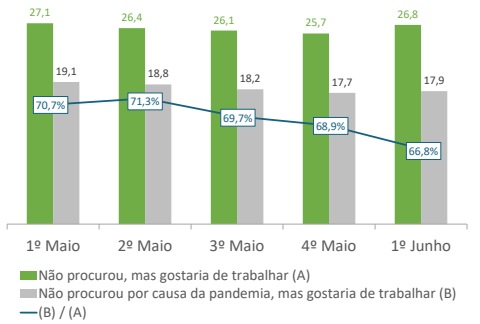
fato, enquanto o nível de ocupação recuou 0,3% entre a primeira semana de maio e a primeira semana de junho, o contingente de pessoas na força de trabalho se expandiu em 1,3%.

GRÁFICO 5
PNAD Covid-19: indicadores do mercado de trabalho
(Em 1 mil pessoas e em %)



Fonte: PNAD Covid-19/IBGE.

GRÁFICO 6
PNAD Covid-19: efeito da pandemia sobre a procura por trabalho
(Em 1 mil pessoas e em %)

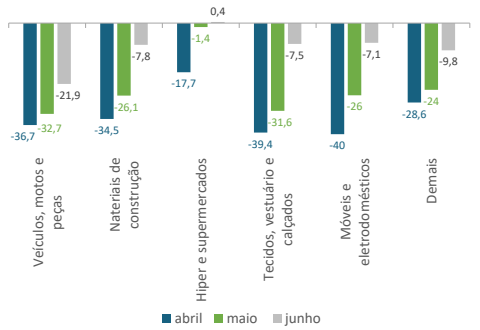


Fonte: PNAD Covid-19/IBGE.

Outros fatores que têm evitado um aumento mais expressivo da taxa de desocupação têm sido as possibilidades de trabalho remoto em diversas atividades produtivas e o recurso ao afastamento temporário do trabalho, com manutenção da ocupação. De acordo com a pesquisa, na última semana de maio, havia 8,8 milhões de pessoas trabalhando de forma remota no país (*home office* ou teletrabalho). O percentual de pessoas ocupadas e não afastadas do trabalho, que trabalhavam de forma remota, no total da população ocupada e não afastada do trabalho variou entre 13,1% e 13,4% em maio. No que se refere às pessoas ocupadas, mas temporariamente afastadas do trabalho, havia 17,6 milhões de trabalhadores nessa condição na última semana de maio, 14,6 milhões dos quais (ou 82,8% do total) por conta do distanciamento social (estavam em quarentena, isolamento, distanciamento social ou férias coletivas).

Vários indicadores apontam no sentido de que a atividade econômica voltou a crescer a partir de maio, permitindo caracterizar abril como o "fundo do poço". Esse parece ser o caso, em particular, do comércio. O indicador dessazonalizado de confiança dos empresários do setor em junho cresceu para 84,4 pontos, 17 pontos a mais que em maio, com uma melhora tanto do índice da situação atual, que passou de 69,3 para 82 pontos, quanto do índice das expectativas, que avançou de 66,9 para 87,5 pontos. Considerando os segmentos da atividade, nota-se que, na comparação interanual, houve uma diminuição no ritmo de queda do indicador. No segmento de hiper e supermercados, inclusive, já se verifica uma leve alta, de

GRÁFICO 7
Índice de confiança do comércio por segmento – variação interanual
(Em pontos)

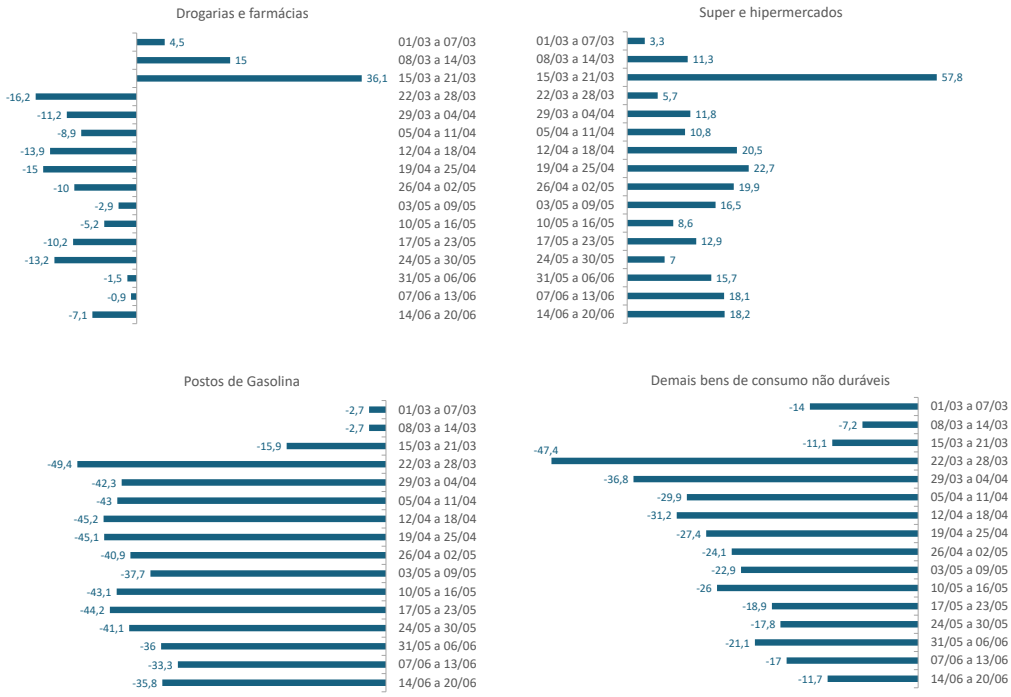


Fonte: Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getulio Vargas (IBRE/FGV).
Elaboração: Dimac/Ipea.

0,4 ponto – ou seja, o índice de confiança dos empresários em junho já é maior que em junho de 2019.

O índice Cielo de faturamento nominal do varejo, que compara o faturamento semanal de diferentes segmentos do comércio em relação ao período pré-crise, mostra que as fortes quedas de vendas do final de março e de abril vêm dando lugar a variações menos negativas em todos os segmentos. Destacam-se nessa recuperação os segmentos demais bens de consumo não duráveis e vestuário. Em móveis e eletrodomésticos, materiais de construção e demais bens de consumo duráveis, as variações já são positivas.

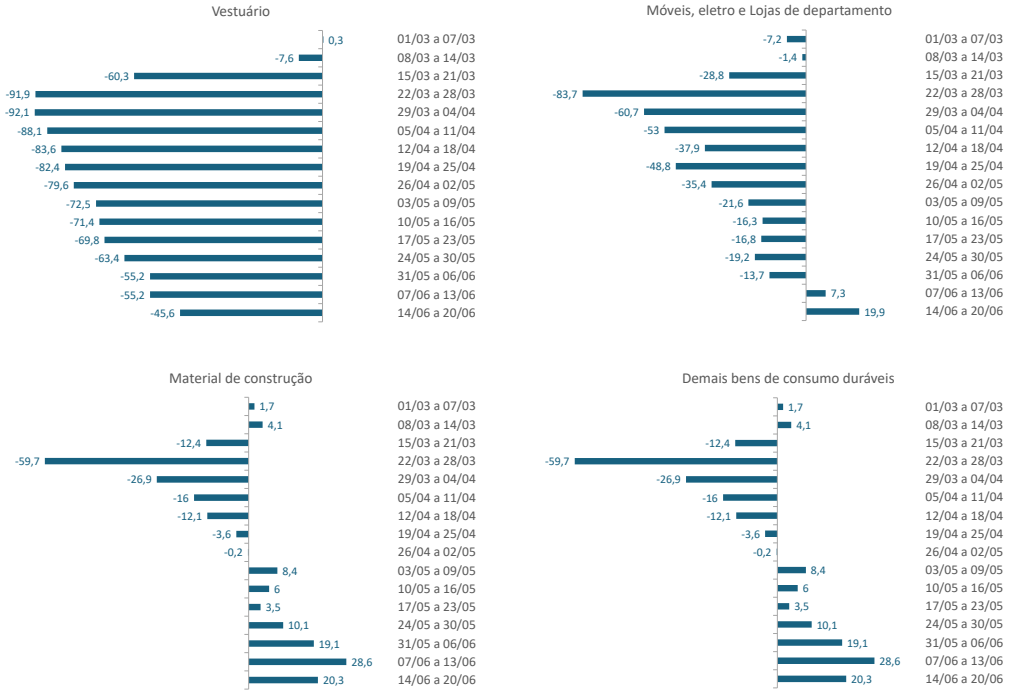
GRÁFICO 8
Índice Cielo do varejo: bens de consumo não duráveis – variação do faturamento nominal em relação a dias equivalentes de fev./2020, com ajuste de calendário
(Em %)



Fonte: Cielo.
Elaboração: Dimac/Ipea.

Na indústria, indicadores preliminares apontam para um início de reversão da forte queda de abril. Há indicadores de retomada da produção em setores como indústria automobilística, vestuário, máquinas e equipamentos e informática e eletrônicos. Em contrapartida, estima-se que a indústria de alimentos, que cresceu em abril (+3,3% em relação a março) em meio à retração generalizada dos demais segmentos da indústria de transformação, tenha tido queda em maio (-1,3%). O excepcional crescimento de abril teria refletido, entre outros fatores, o forte aumento da produção de açúcar, que tem sido privilegiada em detrimento da produção de etanol.

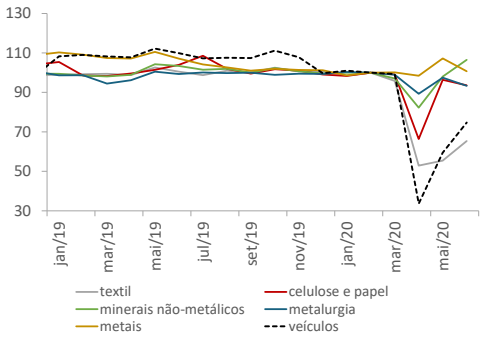
GRÁFICO 9
Índice Cielo do varejo: bens de consumo duráveis – variação do faturamento nominal em relação a dias equivalentes de fev./2020, com ajuste de calendário
(Em %)



Fonte: Cielo.
Elaboração: Dimac/Ipea.

O consumo de energia elétrica pelo setor industrial é uma das variáveis que apontam para a retomada da produção. Após uma forte queda em abril, houve uma recuperação praticamente geral em maio. Em junho (média dos primeiros doze dias), alguns setores – os mais afetados em abril – mantiveram o crescimento, enquanto em outros houve uma ligeira queda na comparação com maio.

GRÁFICO 10
Consumo de energia elétrica na indústria – séries dessazonalizadas (jan./2019-jun./2020)
(Fevereiro de 2020 = 100)

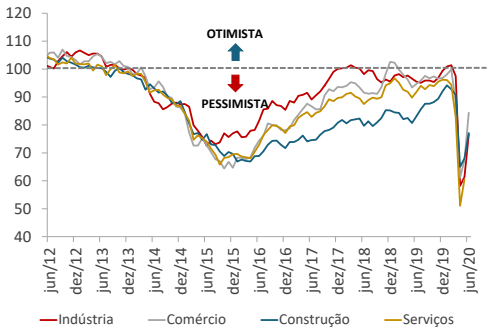


Fonte: Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE).
Elaboração: Dimac/Ipea.
Obs.: Os dados de junho são preliminares, foram estimados no período de 1º jun./2020 a 12 jun./2020.

Da mesma forma que no comércio, os índices de confiança da indústria em junho, tanto pela sondagem do IBRE/FGV quanto pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), mostraram uma importante recuperação. No caso da sondagem do IBRE, ele avançou para 76,6 pontos, ante 61,4 pontos em maio, refletindo uma melhora tanto do índice de situação atual – 77,8 em junho ante 68,6 em maio – quanto do índice de expectativa, que passou de 54,9 para 75,5 no período. Na CNI, em que a neutralidade corresponde a 50 pontos, o índice passou de 34,7 pontos para 41,2 pontos.

Os demais indicadores de confiança empresarial do IBRE/FGV, dos setores de construção e de serviços, também mostram uma recuperação significativa em maio e em junho, embora ainda estejam bem abaixo do pico anterior.

GRÁFICO 11
Indicadores de confiança empresarial – séries dessazonalizadas (jun./2012-jun./2020)
(Em pontos)



Fonte: IBRE/FGV.
Elaboração: Dimac/Ipea.

A recuperação da atividade econômica está também associada à implementação efetiva das medidas de política adotadas para enfrentar os efeitos econômicos da pandemia. No caso da renda, as transferências por meio do auxílio emergencial, que foram ganhando corpo a partir da segunda metade de abril, provavelmente tiveram um impacto importante nas vendas do comércio de maio em diante. O Tesouro Nacional já efetuou desembolsos de R$ 95,6 bilhões nesta rubrica – o que não significa que esse montante já tenha chegado às famílias. Assumindo que esses pagamentos refiram-se a dois meses do auxílio, o que daria R$ 47,8 bilhões por mês, pode-se compará-los com uma estimativa da renda pré-Covid-19 da população-alvo do programa: a massa de rendimentos do trabalho principal recebida mensalmente pelas pessoas ocupadas no setor informal – empregados sem carteira, empregadores sem Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) e trabalhadores por conta própria sem CNPJ –, no trimestre terminado em fevereiro, antes do agravamento da crise, foi de R$ 49,7 bilhões. A última previsão dos gastos totais com o auxílio emergencial é de R$ 152,6 bilhões, o que equivale a cerca de 2,2% do PIB projetado para o ano.

De acordo com dados da PNAD Covid-19, em maio, o valor médio do auxílio emergencial recebido pelos domicílios brasileiros foi de R$ 846,50. Para efeito de comparação, esse valor correspondeu a 44,6% do rendimento médio dos ocupados, a 77,5% do rendimento médio dos trabalhadores por conta própria e foi 21,2% superior ao rendimento médio do trabalhador doméstico. Levando-se em conta que as duas últimas categorias estariam entre as principais populações-alvo do programa, o valor fornecido revelou-se capaz de compensar grande parte da perda potencial de renda domiciliar causada pela pandemia da Covid-19.[4]

TABELA 1
Participação do auxílio emergencial na renda domiciliar *per capita*

Decil de renda	Renda domiciliar per capita (R$)	Renda domiciliar *per capita* excluindo o AE (R$)	Diferença de renda domiciliar *per capita* devida ao AE (R$)	Participação do AE na renda domiciliar *per capita* (%)
1	238,03	10,64	227,39	95,53
2	352,85	146,08	206,77	58,60
3	453,69	295,77	157,92	34,81
4	554,72	414,47	140,25	25,28
5	672,64	553,40	119,24	17,73
6	826,83	729,71	97,12	11,75
7	1014,27	938,08	76,19	7,51
8	1231,05	1184,99	46,06	3,74
9	1823,75	1785,40	38,35	2,10
10	4661,66	4646,14	15,52	0,33
Total	1189,79	1078,31	111,48	9,37

Fonte: PNAD Covid-19/IBGE.
Elaboração: Dimac/Ipea.

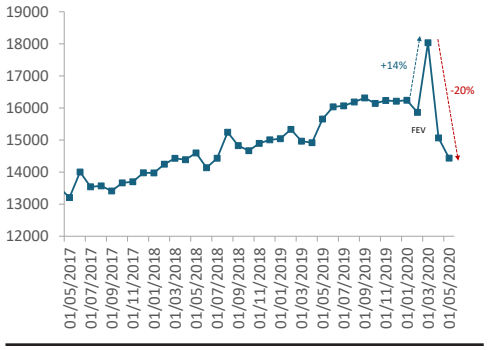
4. A análise completa desses dados da divulgação de 24 de junho de 2020 da PNAD Covid-19 está disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/06/pnad-covid-divulgacao-de-2462020-principais-destaques/>.

A pesquisa indica que 26,3 milhões de domicílios (ou 38,7% dos 68 milhões de domicílios brasileiros) tiveram acesso ao auxílio emergencial, com destaque para os segmentos mais necessitados. No caso do menor decil, observa-se que o auxílio representou a quase totalidade da renda domiciliar *per capita*, simbolizando uma parcela substancial da renda domiciliar nos demais decis de renda mais baixa.

A política de ampliação do crédito, seja por meio de garantias do Tesouro, seja por medidas de política monetária (como as reduções de depósitos compulsórios ou mudanças de caráter regulatório), também vem produzindo efeitos, ainda que algumas políticas não tenham obtido o resultado esperado. Entre os programas de crédito que envolvem recursos públicos, o Programa Emergencial de Suporte a Empregos foi criado para financiar a folha de pagamentos das empresas com garantia do Tesouro, mas dos R$ 40 bilhões previstos somente R$ 4,1 bilhões haviam sido tomados.[5] A Medida Provisória nº 975, que cria o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) foi aprovada no início de junho e prevê que o governo aumente o capital do fundo garantidor de investimentos em até R$ 20 bilhões.

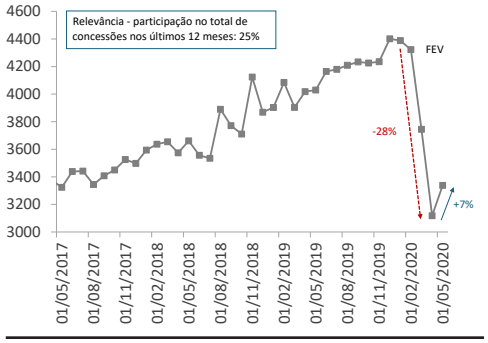
No mercado de crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN), embora as novas concessões estejam 8,8% abaixo do nível de fevereiro – depois de terem subido 14% em março –, destacam-se nos últimos meses as recuperações de novas concessões, em termos reais, nos segmentos de cartão de crédito de pessoas físicas, que caiu 28% de fevereiro para abril e cresceu 7% em maio; de capital de giro para as empresas, que teve fortes elevações em março e abril, mas significativa queda em maio, embora tenha permanecido, neste último mês, em um nível bem elevado em relação à série; e de aquisição de veículos, em que, depois da queda de 53% entre fevereiro e abril, registrou-se um crescimento de 38% em maio.

GRÁFICO 12
Novas concessões de crédito totais do SFN
(Em R$ milhões constantes de maio de 2020)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Média mensal por dia útil, deflacionada e dessazonalizada.

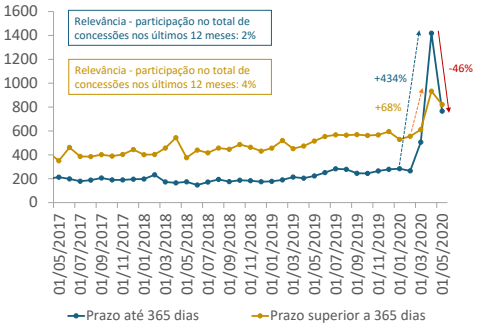
GRÁFICO 13
Novas concessões com recursos livres: cartão de crédito à vista, pessoas físicas
(Em R$ milhões constantes de maio de 2020)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Média mensal por dia útil, deflacionada e dessazonalizada.

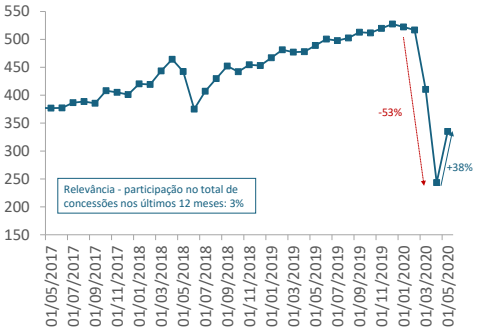
5. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/app/pese/>.

GRÁFICO 14
Novas concessões com recursos livres: capital de giro, pessoas jurídicas
(Em R$ milhões constantes de maio de 2020)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Média mensal por dia útil, deflacionada e dessazonalizada.

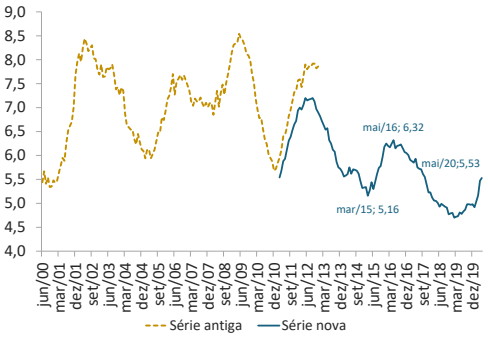
GRÁFICO 15
Novas concessões com recursos livres: aquisição de veículos, pessoas físicas
(Em R$ milhões constantes de maio de 2020)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Média mensal por dia útil, deflacionada e dessazonalizada.

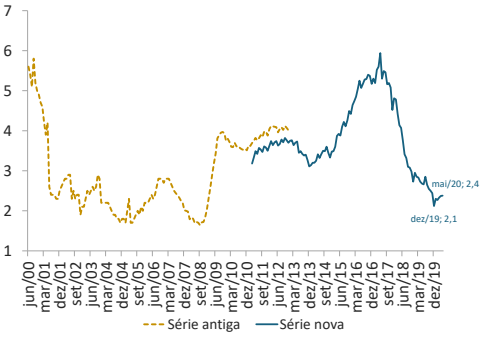
A inadimplência de empréstimos com recursos livres para pessoa física, segundos dados do BCB, embora já viesse aumentando, ganhou um impulso em março e abril, chegando a 5,4%, e sofreu uma nova elevação, embora menor, em maio, alcançando 5,5%. A inadimplência de pessoas jurídicas também subiu nos últimos três meses, mas nada de significativo se comparada à série histórica. É importante ressaltar, no entanto, que o sistema financeiro evitou uma elevação imediata maior da inadimplência porque fez um esforço para renegociar contratos – dilatando prazos de pagamentos. Devido à piora do mercado de trabalho e da saúde financeira das empresas, parte desses contratos que foram renegociados pode tornar-se inadimplente nos próximos meses.

GRÁFICO 16
Inadimplência com recursos livres de pessoas físicas
(Em %)



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

GRÁFICO 17
Inadimplência com recursos livres de pessoas jurídicas
(Em %)



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

A porcentagem de famílias que se declaram endividadas[6] já havia crescido, ao longo de 2019, para um nível elevado em relação à série histórica, passando de 59,8% em dezembro de 2018 para 65,1% em fevereiro de 2020. De março até junho, período já sob os efeitos da pandemia, essa porcentagem passou para 67,1%. Mas esse aumento no período pandêmico concentrou-se nas famílias com renda de até dez salários mínimos, cuja porcentagem daquelas endividadas passou de 66,0% para

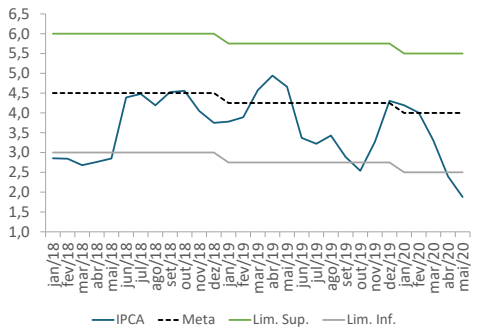
6. A Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo (CNC) realiza a Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor (Peic), com dados coletados em todas as capitais dos estados e no Distrito Federal, com cerca de 18 mil consumidores.

68,2%, enquanto essa porcentagem nas de renda superior a dez salários mínimos ficou, em junho (60,7%), aproximadamente no mesmo nível de fevereiro (61,1%).

Diante de um quadro de retomada gradual, de inflação inferior à meta e de expectativas ancoradas, a política monetária continua sendo flexibilizada: o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa Selic para 2,25% ao ano em sua última reunião, sem sinalização clara quanto a futuros movimentos. A crise provocada pela pandemia da Covid-19 está tendo um significativo impacto deflacionário, especialmente nos setores mais afetados pelo isolamento social (serviços e bens de consumo duráveis). A análise do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de janeiro a maio de 2020 mostra que, apesar da alta dos preços dos alimentos (4,3%), a significativa redução dos preços dos demais grupos de bens e serviços resultou numa deflação de 0,16%.

A deflação ex-alimentos reflete a contração da demanda por serviços e bens de consumo, aliada à forte queda do preço internacional do petróleo, e vem produzindo uma expressiva mudança de preços relativos. No acumulado do ano, os serviços livres, os bens industriais, exceto alimentos, e os preços monitorados registram taxas de variação de 0,6%, -0,8% e -3,0%, respectivamente. Os dados mais recentes ratificam essa tendência de forte alívio inflacionário em 2020. Em junho, o IPCA de 15 de junho apresentou uma alta de apenas 0,02%, beneficiado, sobretudo, pelas quedas dos preços dos grupos habitação (-0,07%), vestuário (-0,15%) e transportes (-0,71%). Com esse resultado, o IPCA de 15 de junho acumula no ano uma variação de 0,37%.

GRÁFICO 18
IPCA: índice total – taxa de variação acumulada em doze meses
(Em %)

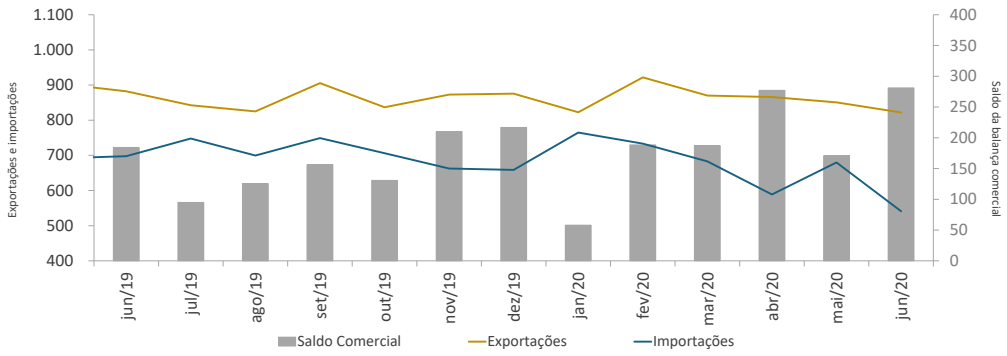


Fonte: IBGE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As expectativas de inflação estão inferiores à meta em 2020 (1,6% ante 4,0%) e em 2021 (3,0% ante 3,75%), na meta para 2022 (3,5%) e acima da recém-definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) meta de 3,25% para a inflação de 2023 (expectativas em 3,5%). Não obstante os níveis elevados de ociosidade, que asseguram espaço para a expansão da atividade com pouca pressão sobre a inflação, a expectativa de juros futuros aponta para um movimento de alta, passado o período de crise, muito mais acentuada que antes: em fevereiro, o diferencial entre as taxas de dez anos e as de dois anos era de 2,3 p.p. (4,28% e 6,64% ao ano, respectivamente); em meados de junho, passou a 4,3 p.p. (3,12% e 7,39% ao ano). Esse aumento da inclinação da curva de juros pode estar sinalizando que as condições financeiras futuras, possivelmente em função do agravamento do desequilíbrio fiscal, estarão mais apertadas – apesar da imensa liquidez internacional e das curvas de juros praticamente horizontais nos países desenvolvidos.

A crise em escala mundial também vem causando impactos no comércio exterior, porém esses dados, até a terceira semana de junho, indicam um comportamento distinto entre exportações e importações. As exportações, medidas pelas médias diárias dessazonalizadas, vêm caindo desde fevereiro, quando atingiram o valor mais alto desde janeiro de 2019. O valor de junho ficou inferior ao de maio e ao de abril em 3,3% e 5,1%, respectivamente. No entanto, o valor de junho ficou praticamente igual ao de janeiro, pela mesma métrica. Esses resultados, até certo ponto benignos, podem ser atribuídos ao desempenho das vendas do agronegócio. Já as importações até a terceira semana de junho ficaram 20,4% abaixo do resultado de maio e 8,1% abaixo do registrado em abril. Além disso, o resultado de junho ficou 29,2% abaixo do valor alcançado em janeiro. Essa queda vem acontecendo em todos os setores, apesar de uma grande flutuação ao longo dos meses. Portanto, a crise econômica vem afetando muito mais intensamente as importações que as exportações, o que deverá provocar uma elevação do *superavit* comercial no ano.

GRÁFICO 19
Comércio exterior: médias diárias dessazonalizadas
(Em US$ milhões)



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério da Economia (Secex/ME).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Os dados de junho são até a terceira semana do mês.

Ao contrário dos dados de comércio exterior, que mostram um cenário bom diante da crise em que o mundo se encontra, as finanças públicas encontram-se pressionadas pela queda da arrecadação e pela necessidade de expandir os gastos para mitigar seu impacto sobre a economia. O *deficit* primário do governo central deverá passar de 1,3% do PIB em 2019 para algo em torno de 10% do PIB em 2020. O programa de gastos é estimado pelo Tesouro em R$ 404 bilhões, mas já parece haver o consenso político de que o auxílio emergencial, cuja dotação atual é de R$ 152,6 bilhões, deverá ser estendido por três meses com valor mensal decrescente, o que pode aumentar a despesa em R$ 100 bilhões.

As reduções de alíquotas, as desonerações tributárias e, principalmente, a recessão econômica devem afetar fortemente a arrecadação. A queda estimada do PIB, de 6% em 2020, deve subtrair cerca de R$ 120 bilhões da receita de impostos e contribuições prevista no orçamento para o ano. Efeitos permanentes de reduções de alíquotas somariam R$ 18,2 bilhões. Por fim, outras medidas tributárias adotadas para o enfrentamento da Covid-19 assumiram a forma de diferimentos de pagamento, nesse caso com as quitações ocorrendo ainda em 2020, sem afetar

a arrecadação do ano. Caso haja a decisão de diluir o pagamento dos tributos devidos por vários anos, isso se somaria à perda de receita em 2020. Além da perda de receitas de impostos e contribuições, espera-se que também as receitas não administradas sejam negativamente afetadas. Dentre outros fatores, a redução do preço e da produção de petróleo terão impactos sobre as receitas de *royalties* e participações especiais, esperando-se reduções também do pagamento de dividendos por empresas públicas e menores receitas decorrentes de leilões de concessões. Na comparação com a Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2020, a previsão para essas receitas não-administradas já declinou mais de R$ 40 bilhões até a 2ª avaliação bimestral de receitas e despesas.

A DBGG deve atingir 93,7% do PIB ao final de 2020. Isso, mais a pressão para que alguns gastos, notadamente as transferências a famílias, se tornem permanentes, coloca um desafio gigantesco para a economia brasileira. Mais do que nunca, será necessário aprofundar as reformas que permitirão controlar o crescimento das despesas obrigatórias – dado o espaço reduzido para cortes adicionais de despesas discricionárias – para recolocar a dívida pública numa trajetória sustentável. Antes da crise, caminhava-se nesse sentido, ainda que de forma gradual e com forte ajuda de receitas extraordinárias, como em 2019. A partir de agora, será necessário redobrar os esforços, contando ainda com o benefício de taxas de juros de curto prazo bem mais baixas que as prevalecentes antes da crise e com o ambiente externo relativamente favorável.

2 Espaço fiscal e trajetória da dívida bruta[7]

Antes da crise da Covid-19, o Brasil encontrava-se no meio de um significativo esforço de consolidação fiscal, com foco na contenção do crescimento dos gastos públicos. Os dois pilares complementares e indissociáveis desse processo eram, de um lado, o comprometimento com o teto de gastos estabelecido pela Emenda Constitucional (EC) no 95/2016; e, de outro lado, a proposição e implementação de medidas e reformas de cunho estrutural visando disciplinar a evolução dos gastos obrigatórios.

O teto de gastos tem desempenhado papel crucial na condução da política fiscal brasileira, disciplinando o aumento de despesas e incentivando a avaliação e priorização de políticas e programas públicos. O estabelecimento do teto e o comprometimento das autoridades em adotar as medidas requeridas para respeitá-lo têm fornecido uma importante sinalização de disciplina fiscal, aumentando a percepção de sustentabilidade da dívida pública brasileira e permitindo a redução das taxas de juros dos títulos públicos a níveis historicamente muito baixos. Evidentemente, o ambiente internacional caracterizado por baixas taxas de juros também tem sido um fator relevante para a queda dos juros sobre a dívida brasileira; contudo, há evidências de que o processo de consolidação fiscal estrutural no país, baseado em medidas como o estabelecimento do teto de gastos e a aprovação da reforma previdenciária, tem contribuído de forma significativa para esse resultado.[8]

7 Esta subseção contou com o auxílio de Felipe Martins, assistente de pesquisa da Dimac/Ipea.

8. Ver Nota Informativa da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia, *Consolidação Fiscal Expansionista no Brasil*, de 31 de dezembro de 2019, disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2019/nota_ajuste_expansionista_31_12_2019.pdf>; e *Nota Técnica da Carta de Conjuntura* no 44, disponível em: <https://www.ipea.gov.br/

Entre as medidas estruturais adotadas, a principal até o momento havia sido, certamente, a aprovação da Reforma da Previdência, por meio da EC no 103/2019. Contudo, outras iniciativas encontravam-se em curso, voltadas para a flexibilização do orçamento e melhor efetividade na alocação dos recursos públicos, para a criação de mecanismos automáticos de ajuste em situação de emergência fiscal e para o fortalecimento das instituições e disciplina fiscal no âmbito das relações federativas – Propostas de Emenda Constitucional (PECs) no 186/2019, no 187/2019 e no 188/2019. Além disso, medidas importantes para aumentar a eficiência econômica tanto no âmbito do setor público como do setor privado, como as reformas tributária e administrativa, encontravam-se em estágio avançado de discussão e negociação, e, apesar de não terem como foco a questão fiscal, poderiam gerar impacto indireto relevante nas contas públicas, ao propiciarem ganhos de produtividade e eficiência e incentivarem maior crescimento da produção e, consequentemente, da arrecadação.

A pandemia do novo coronavírus interrompeu temporariamente esse processo de consolidação fiscal. Durante o período de crise sanitária e econômica, a prioridade passou a ser, evidentemente, a proteção da vida e da saúde das pessoas, bem como a preservação de empregos, renda e empresas. Assim, o governo lançou um amplo conjunto de medidas emergenciais de apoio à saúde e à economia, muitas das quais envolvem custo fiscal significativo. A tabela 2 mostra os principais gastos da União no enfrentamento à Covid-19, com destaque para a ampliação do Programa Bolsa Família; o Auxílio Emergencial à população carente e aos trabalhadores informais; o Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda; as despesas adicionais com ações de saúde; e a ampliação de recursos e transferências a estados e municípios.

TABELA 2
Gastos da União no enfrentamento à Covid-19
(Em R$ bilhões)

Gastos da União	Gastos previstos	Despesas pagas (até 23/6/2020)
Ampliação do Programa Bolsa Família	3,04	0,37
Auxílio Emergencial a Pessoas em Situação de Vulnerabilidade	152,64	95,57
Auxílio Financeiro aos Estados, Municípios e DF	76,19	21,64
Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda	51,64	11,72
Concessão de Financiamento para Pagamento de Folha Salarial	34,00	17,00
Despesas Adicionais do Ministério da Saúde e Demais Ministérios	65,77	30,21
Fundo Garantidor de Crédito para Micro, Pequenas e Médias Empresas	20,00	
Transferência para a Conta de Desenvolvimento Energético	0,90	0,90
Total Geral	404,18	177,41

Fonte: Tesouro Transparente; Secretaria do Tesouro Nacional (STN).
Elaboração: Dimac/Ipea.

As receitas públicas também caíram substancialmente em decorrência da queda da atividade econômica; das reduções e desonerações temporárias de impostos e contribuições sobre bens necessários ao combate da pandemia; da suspensão de pagamentos de dívidas previdenciárias; e dos diferimentos de pagamentos de impostos, que visam atenuar a situação financeira das empresas. Tanto pelo lado da despesa como pelo lado da receita, portanto, a resposta de política à crise da Covid-19 ensejou significativo aumento do *deficit* primário e da dívida pública – posto que o rombo adicional nas contas públicas deverá ser financiado predominantemente via endividamento.

cartadeconjuntura/index.php/2019/09/a-politica-fiscal-e-o-teto-dos-gastos-publicos/>.

Cabe ressaltar que a expectativa é que a crise sanitária, pelo menos em sua fase mais aguda, se resolva ainda neste ano, o que permitiria ao país retomar as atividades econômicas em ritmo normal, ou próximo disso. Nesse caso, o governo não precisaria estender as medidas emergenciais além de 2020. Isso não significa, porém, que a deterioração fiscal causada pela pandemia se resuma ao ano corrente. De fato, o país sairá da crise com uma dívida pública muita mais alta, e níveis de produção – como será visto na próxima subseção – e arrecadação muito mais baixos do que antes. Logo, o esforço fiscal que vinha sendo realizado terá que ser reforçado, visando reafirmar o compromisso com o equilíbrio das contas públicas e com uma trajetória sustentável para a dívida pública.

A tabela 3 apresenta nossas projeções, a preços constantes, das despesas do Governo Central sujeitas ao Teto de Gastos para o período 2020-2023 e o "espaço fiscal" correspondente – definido como a diferença entre o teto e o total das despesas obrigatórias (sujeitas ao teto) projetadas em cada ano. O espaço fiscal indica quanto o governo pode gastar com despesas discricionárias; quando esse espaço se torna muito estreito, a capacidade de funcionamento de diversas atividades do governo pode ser comprometida. As projeções tomam como base as estimativas oficiais constantes do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) 2021, atualizadas em função dos dados mais recentes. No caso das despesas de pessoal do Governo Federal, utiliza-se modelo de microssimulação que considera aspectos como as probabilidades de entrada e saída de novos servidores na folha salarial, as taxas de reposição dos servidores que deixam o setor público, o salário inicial dos novos entrantes e a progressão de cada servidor na respectiva carreira. Nesta simulação, considerou-se o fato de que os vencimentos dos servidores públicos não serão reajustados até o final de 2021 e supôs-se que as saídas de servidores, por aposentadoria ou outro motivo, não serão repostas por novos concursados no período sob análise até que o número total de servidores do respectivo órgão atinja 90% do nível observado em 2019.

Observa-se que, no período 2021 a 2023, a tendência é de estreitamento progressivo do espaço fiscal, que em 2023 atingiria, em termos reais, nível equivalente a cerca de 64% do valor das despesas discricionárias estimado para 2020. Isso implica dificuldades cada vez maiores para a execução de despesas relativas a custeio e investimento, colocando em risco o funcionamento da máquina pública e a continuidade de diversas políticas sociais, e reforça a necessidade de novas medidas voltadas para a contenção das despesas obrigatórias. Além de reforçar o processo de avaliação e revisão de políticas públicas – descontinuando ou redesenhando aquelas que demonstrem relação custo/benefício social desvantajosa –, possíveis medidas específicas poderiam focar, em particular, na redução ou revisão do abono salarial, na contenção de vencimentos e benefícios dos servidores públicos, e na busca por maior eficiência administrativa no âmbito do governo federal.

Cabe notar que, entre 2020 e 2021, o espaço fiscal permanece relativamente estável em termos reais. Isso decorre de três fatores principais: redução esperada nas despesas de pessoal e encargos sociais, associada à não concessão de reajustes

dos vencimentos dos servidores públicos até o final de 2021; fim da compensação ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS) pelas desonerações da folha de pagamentos; e retorno das despesas com sentenças judiciais e precatórios a níveis mais próximos do patamar médio observado antes de 2020 – ano caracterizado por um aumento atípico dessas despesas. Há, porém, algumas importantes fontes de risco que poderiam reduzir ulteriormente o espaço fiscal já a partir de 2021, como a extensão da desoneração de contribuição patronal para o RGPS para setores específicos; a possível ampliação dos gastos com o Benefício de Prestação Continuada (BPC) associada à mudança nas regras de elegibilidade; e a manutenção de algum programa de renda mínima nos moldes do Auxílio Emergencial por mais tempo ou em caráter permanente. Caso essas despesas adicionais sejam criadas sem a redução equivalente em outros itens de gastos, o espaço fiscal poderá reduzir-se a patamares insustentáveis.

TABELA 3
Despesas sujeitas ao teto de gastos e espaço fiscal - a preços constantes
(Em R$ milhões de 2019)

	2019	2020	2021	2022	2023
Teto de gastos	1.407.512,91	1.418076,11	1.408.410,55	1.408.274,08	1.406.910,13
Obrigatórias	1.253.566,34	1.303.678,07	1.297.008,72	1.314.678,16	1.333.849,63
Benefícios previdenciários	626.279,20	661.707,80	674.980,03	694.422,30	710.592,00
Pessoal e encargos sociais	300.092,46	304.381,29	297.398,91	293.874,86	292.706,40
Abono e Seguro desemprego	55.592,26	61.877,19	63.365,35	64.943,14	66.488,73
BPC	59.728,18	60.048,73	61.649,09	64.212,38	66.737,51
Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	10.194,93	9.640,35	3.226,72	-	-
Legislativo, Judiciário, MPU e DPU	12.041,78	12.556,53	12.484,74	12.489,58	12.477,48
Sentenças judiciais e precatórios (custeio e capital)	15.458,77	23.743,66	14.912,52	14.912,52	14.912,52
Subsídios e Subvenções	10.951,49	11.868,52	10.860,00	10.860,00	10.860,00
Demais obrigatórias	20.188,35	17.807,21	16.000,00	16.000,00	16.000,00
Obrigatórias com Controle de Fluxo	143.038,93	140.046,78	142.131,36	142.963,38	143.074,98
Discricionárias do Poder Executivo (até 2019)	119.684,15	114.398,04	-	-	-
Espaço fiscal			111.401,83	93.595,92	73.060,50

Elaboração: Dimac/Ipea.

Espera-se que, em função da deterioração fiscal causada pela pandemia, a DBGG em proporção do PIB aumente de 75,8% no final de 2019 para 93,7% no final de 2020. Vale notar que este aumento poderá ser ainda maior, caso alguns dos atuais programas emergenciais de apoio à saúde e à economia sejam estendidos além do tempo originalmente previsto. Para os anos subsequentes, as autoridades fiscais – e a sociedade brasileira – deverão enfrentar o desafio de estabilizar a relação dívida-PIB e fazê-la voltar gradualmente a patamares mais sustentáveis.

Esse desafio requer, em primeiro lugar, uma sinalização clara de compromisso com o equilíbrio fiscal. Na ausência de medidas efetivas que disciplinem o crescimento dos gastos públicos, a possível percepção de insustentabilidade da dívida pública poderia gerar um ciclo vicioso, no qual aumentos da taxa de juros, do *deficit* nominal e da dívida se reforçariam mutuamente, tornando cada vez mais difícil o ajuste das contas públicas e conduzindo a economia a um equilíbrio instável de baixo crescimento.

Nos dois cenários apresentados no gráfico 18, supõe-se que: *i)* as autoridades fiscais sejam capazes de controlar o crescimento dos gastos de tal forma a respeitar

o teto de gastos em todo o horizonte analisado; e *ii)* os agentes privados entendam o compromisso do governo com a disciplina fiscal e acreditem que, mesmo crescendo durante algum tempo, a trajetória da dívida pública seja sustentável.

Ambas as hipóteses estão sujeitas a riscos importantes. Conforme visto acima, manter os gastos abaixo do teto nos próximos anos requer a implementação de diferentes tipos de medidas que gerem ganhos fiscais já no curto prazo; e, para um horizonte mais amplo, serão necessárias novas medidas e reformas que permitam conter o crescimento estrutural dos principais gastos obrigatórios. Na ausência dessas medidas, as trajetórias analisadas não se materializariam.

No que diz respeito à percepção dos agentes privados em relação à sustentabilidade da dívida, deve-se ter em mente que, no primeiro cenário analisado, a razão dívida-PIB permanece em nível historicamente muito elevado durante muitos anos. Isso significa, de um lado, a necessidade de manutenção do esforço fiscal durante um período muito longo. Além de ser difícil manter o consenso político em torno da importância da disciplina fiscal durante tanto tempo, as contas públicas estariam, ao longo desse período, vulneráveis a choques fiscais adversos que poderiam empurrar a dívida na direção de uma trajetória insustentável. Nesse sentido, o primeiro cenário analisado é relativamente otimista, ao desconsiderar o risco de que o elevado nível de dívida leve à percepção de insustentabilidade fiscal por parte dos agentes privados – e, portanto, ao ciclo vicioso descrito anteriormente.

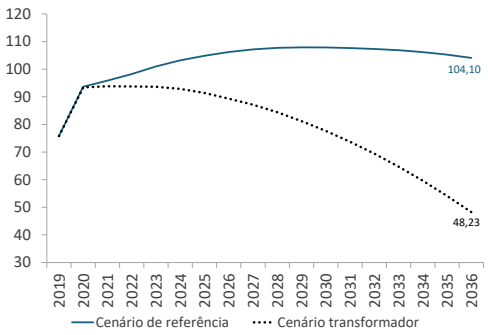
A principal diferença entre os dois cenários se refere à trajetória do PIB. O primeiro cenário (de referência) pressupõe que a economia brasileira permaneça em uma trajetória de crescimento de longo prazo compatível com a tendência verificada no passado: crescimento moderado da produtividade total de fatores, dos investimentos em infraestrutura e do capital humano no país. O segundo cenário (transformador) pressupõe que o país convirja para um equilíbrio com maior crescimento potencial, em decorrência da implementação de um conjunto amplo de medidas voltadas para a melhora nos ambientes regulatório e de negócios; maior eficiência na alocação do crédito e dos recursos produtivos; maior flexibilidade no mercado de trabalho; melhora na qualidade da educação; e maior eficiência no setor público. Tais cenários seguem a metodologia descrita em *Nota Técnica da Carta de Conjuntura* no 41, do quarto trimestre de 2018.[9]

No primeiro cenário, a manutenção do teto de gastos permite que, mesmo com crescimento moderado do PIB, o setor público gere saldos primários que permitam estabilizar a razão dívida-PIB. Evitar o crescimento continuado dessa razão deve ser, de fato, o primeiro objetivo da política fiscal no pós-Covid-19, e esse feito pode realmente manter sob controle, durante algum tempo, as expectativas privadas em relação à sustentabilidade da dívida – e, portanto, também o custo da dívida –, sujeito às condicionantes discutidas acima. Nesse cenário, a razão dívida-PIB começaria a cair gradualmente apenas a partir de 2029.

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

O maior crescimento do PIB no segundo cenário afeta a projeção da razão DBGG/PIB de três formas: primeiro, ao aumentar a arrecadação tributária, melhora o resultado primário do setor público; segundo, ao aumentar o valor do PIB no denominador, contribui para reduzir a razão dívida-PIB; terceiro, ao reduzir a dívida, melhora a percepção de risco em relação à sustentabilidade fiscal, e leva a menor taxa de juros dos títulos públicos. O resultado, em termos de trajetória da dívida, é muito significativo: a relação DBGG/PIB começa a cair já a partir de 2022, primeiro de forma gradual, e em seguida – especialmente a partir de meados da década de 2020 – de forma mais rápida.

GRÁFICO 20
Cenários para a DBGG (2019-2036)
(% do PIB)



Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Este exercício está, evidentemente, sujeito a muitas limitações e incertezas, mas sugere algumas observações importantes. Primeiro, a manutenção da disciplina fiscal no pós-Covid-19 parece capaz de manter a dívida em trajetória sustentável, mesmo sob crescimento moderado da atividade econômica. Contudo, na ausência de medidas que levem a um ritmo de crescimento potencial mais elevado, o endividamento público se manteria em nível alto durante muito tempo, deixando a economia vulnerável a diversos tipos de choques. Assim, conclui-se ser necessário combinar a disciplina fiscal com a adoção de um amplo conjunto de medidas e reformas que aumentem a eficiência e a produtividade na economia brasileira. Esta era a estratégia que já vinha sendo seguida pelo governo antes da eclosão da pandemia. A lição é que essa estratégia deverá ser retomada assim que a crise sanitária for deixada para trás. Por outro lado, uma eventual adoção de políticas fiscais expansionistas poderia ter efeitos contrários aos desejados, pois inviabilizariam a manutenção da ancoragem de expectativas representada pelo teto dos gastos e, por conseguinte, levariam a prêmios de risco e taxas de juros mais elevados – comprometendo toda a dinâmica de reversão da alta da DBGG.

3 Projeções macroeconômicas 2020-2021[10]

Em 9 de junho, a Dimac/Ipea divulgou uma revisão de projeções em relação às que haviam sido apresentadas na Carta de Conjuntura no 46, de março de 2020.[11] Naquele texto, argumentou-se que, a despeito da forte redução da atividade econômica observada no final de março e ao longo de abril, já havia sinais de que se encontrava em curso uma recuperação dos níveis de atividade.

A análise feita na primeira parte desta visão geral da conjuntura, com dados atualizados, corrobora esse diagnóstico, de modo que as projeções para 2020 e 2021 estão mantidas. Em resumo, sob a hipótese de que o processo de flexibilização

10 Esta subseção contou com o auxílio de Leonardo M. de Carvalho, Técnico de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea, e de Pedro M. Garcia, assistente de pesquisa da Dimac/Ipea.
11. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/06/atividade-economica-revisao-das-previsoes-de-crescimento-20202021-2/>.

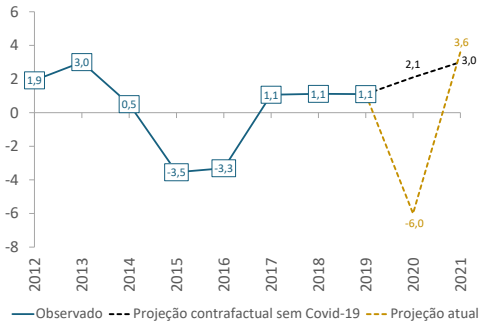
gradual das restrições à mobilidade e ao funcionamento das atividades econômicas iniciado em junho irá se manter, projeta-se uma queda do PIB de 10,5% no segundo trimestre, seguida por uma recuperação no terceiro e quarto trimestres. O fato de a queda em abril ter sido profunda, seguida por um crescimento na margem em maio e junho, garante um carry-over importante para o terceiro trimestre. A queda projetada para o ano é de 6%, mas a trajetória de recuperação no segundo semestre deixará um *carry-over* de quase 2% para 2021, cujo crescimento projetado é de 3,6%.

TABELA 4
Projeções: taxa de crescimento do PIB e de seus componentes
(Em %)

	Observado				Previsto			
			2019-T4	2020-T1	2020-T2			
	2018	2019	Trim. ano anterior	Trim. ano anterior	Trim. ano anterior	No trim., dessazonalizado[1]	2020	2021
PIB	**1.3**	**1.1**	**1.7**	**-0.3**	**-11.0**	**-10.5**	**-6.0**	**3.6**
Agropecuária	1.4	1.3	0.4	1.9	2.5	1.1	2.0	2.0
Indústria	0.5	0.5	1.5	-0.1	-14.3	-13.8	-7.3	4.0
Serviços	1.5	1.3	1.6	-0.5	-10.7	-10.1	-5.8	3.7
Consumo das Famílias	2.1	1.8	2.1	-0.7	-12.0	-11.2	-6.9	3.8
Consumo do Governo	0.4	-0.4	0.3	0.0	-0.5	-0.8	-0.3	0.0
FBCF	3.9	2.2	-0.4	4.3	-17.3	-18.7	-9.7	6.8
Exportações de bens e serviços	4.0	-2.5	-5.1	-2.2	-11.8	-10.9	-6.4	4.0
Importações de bens e serviços	8.3	1.1	-0.2	5.1	-13.3	-14.9	-6.5	4.3

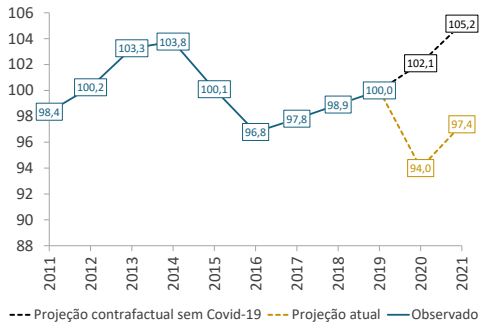
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 21
Taxa de crescimento do PIB projetada pré-pandemia e projeção atual
(Em %)



Fonte: Ipea; IBGE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: A previsão contrafactual sem Covid-19 foi feita na visão geral da Carta de Conjuntura no 46, de março de 2020.

GRÁFICO 22
PIB projetado pré-pandemia e projeção atual
(2011 = 100)



Fonte: Ipea; IBGE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: A previsão contrafactual sem Covid-19 foi feita na visão geral da Carta de Conjuntura no 46, de março de 2020.

Com relação às projeções de inflação, é possível que haja alguma aceleração das taxas de inflação para os próximos meses, principalmente por conta dos preços administrados.[12] No entanto, a expectativa de uma retomada apenas gradual da demanda, aliada à capacidade ociosa presente na maioria dos setores produtivos e à redução dos custos de mão de obra e aluguéis, deve manter uma trajetória bem

12. Análise completa das previsões de inflação está disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/06/inflacao-18/>.

comportada para os preços dos serviços e bens livres. A projeção do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea é de a inflação (medida pelo IPCA) encerrando o ano em 1,8%, o que representa uma redução de 1,1 ponto percentual (p.p.) em relação à última taxa projetada (2,90%) na visão geral da *Carta de Conjuntura* de março deste ano.

Para 2021, projeta-se uma aceleração da inflação devido à recuperação da atividade econômica e à redução da folga no mercado de trabalho. O espaço para recompor margens tende a aumentar, especialmente nos setores mais expostos à influência da taxa de câmbio. Os preços monitorados devem passar por uma recomposição, em especial combustíveis e energia elétrica, de modo que sua contribuição para a inflação do ano será de 1,0 p.p., ante 0,1 p.p. em 2019.

TABELA 5
Previsões de inflação para 2020 e 2021
(Em % e pontos percentuais)

	Peso atual (em %)	2020		2021	
		Previsão da taxa de variação (em %)	Contribuição para o IPCA (em p.p.)	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA (em p.p.)
Bens Livres - Alimentos	13,6	3,0	0,4	3,5	0,5
Bens Livres - Ex Alimentos	23,1	1,0	0,2	2,0	0,7
Serviços (ex-educação)	32,5	2,0	0,7	3,0	0,7
Educação	4,7	5,0	0,2	5,2	0,2
Monitorados	26,0	1,2	0,3	4,0	1,0
IPCA	**100,0**		**1,8%**		**3,1%**

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

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

Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
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
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 Oliveiraa

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.