

Visão Geral da Conjuntura

Sumário

A rápida recuperação da economia brasileira após o choque inicial da Covid-19 no ano passado foi até certo ponto surpreendente. Ela refletiu uma conjunção de fatores envolvendo a política econômica implementada para mitigar o impacto sobre a renda e o emprego derivado das medidas de isolamento social, que visavam conter a disseminação do vírus no país, e um ambiente externo mais favorável do que o esperado inicialmente – com reflexo sobre os preços de *commodities* relevantes na pauta de exportações brasileira. Dados recentes de janeiro de 2021 e estimativas da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea para fevereiro mostram que a trajetória de recuperação continuou no primeiro bimestre deste ano na indústria e, principalmente, nos serviços. No entanto, o agravamento recente da pandemia, que culminou no quadro atual de forte pressão sobre o sistema de saúde, vem motivando os governos estaduais e municipais a reintroduzir medidas impositivas de isolamento social. Se, por um lado, se espera que a nova rodada de restrições possa ajudar a conter o número de novos casos da doença e aliviar o sistema de saúde, por outro lado, aumentam as incertezas em relação ao desempenho da economia no curto prazo. O impacto negativo sobre a atividade econômica tende a ser significativo, mas menor do que no segundo trimestre do ano passado. O comportamento da atividade econômica recente, incluindo os problemas de oferta de matérias-primas e insumos nas cadeias industriais de produção, é analisado na nota de conjuntura *Atividade Econômica: indicadores mensais*.

Duas questões críticas se sobressaem no quadro atual da economia brasileira: um mercado de trabalho em que a ocupação ainda se encontra distante dos níveis pré-pandemia e um desequilíbrio fiscal que se aprofundou no ano passado, cuja reversão em direção à trajetória pré-pandemia enfrenta desafios de curto e longo prazo. A combinação de uma situação fiscal frágil com a necessidade de começar o processo de normalização da política monetária diante da elevação recente da inflação (box 1) significa que o escopo para a política econômica se contrapõe aos efeitos do recente agravamento da pandemia é menor do que em 2020. O crescimento de 2021, em contrapartida, poderá contar com o impulso derivado do crescimento internacional em ritmo acelerado. O box 2 apresenta estimativas para o impacto de variações do preço de *commodities* sobre a economia brasileira.

O desequilíbrio fiscal é analisado na seção 3 na perspectiva do orçamento de 2021 recém-aprovado pelo Congresso, especialmente em relação ao cumprimento do teto de gastos, e do impacto da aprovação da Emenda Constitucional (EC) nº 109, derivada da Proposta de Emenda à Constituição (PEC) Emergencial, sobre

José Ronaldo de C. Souza Júnior
Diretor e técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

ronaldo.souza@ipea.gov.br

Marco A. F. H. Cavalcanti
Diretor adjunto na Dimac/Ipea

marco.cavalcanti@ipea.gov.br

Paulo Mansur Levy
Técnico de planejamento e pesquisa da Dimac/Ipea

paulo.levy@ipea.gov.br

Leonardo Mello de Carvalho
Técnico de planejamento e pesquisa da Dimac/Ipea

leonardo.carvalho@ipea.gov.br

Divulgado em 30 de março de 2021.

a sustentabilidade das contas públicas em prazo mais longo. Argumenta-se que a necessidade de duras medidas de contenção de despesas visando ao cumprimento do teto de gastos em 2021, que já era significativa, foi magnificada pelo Autógrafo do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) aprovado. Contudo, dado o já relativamente baixo nível das despesas discricionárias, o espaço para o ajuste requerido é estreito, havendo risco de interrupção parcial ou total de algumas atividades ou programas públicos. Faz-se necessária, portanto, a busca por uma solução que envolva a revisão de parte da programação orçamentária aprovada no Autógrafo do PLOA. No que se refere à sustentabilidade da política fiscal no longo prazo, entende-se que a EC nº 109 seja um passo importante na direção correta, ao proporcionar instrumentos e reforçar princípios relevantes para o equilíbrio fiscal intertemporal. Um dos determinantes de seus impactos, porém, será a aprovação de leis complementares que regulamentem algumas das alterações constitucionais. Ao longo do tempo, o impacto final da EC nº 109 sobre as contas públicas ficará mais claro.

As previsões para 2021 partem de um cenário de curto prazo em que a economia tende a perder ritmo em virtude do recrudescimento da crise sanitária da Covid-19 e do conseqüente endurecimento das medidas de isolamento social por parte dos governos estaduais e municipais. São levadas também em conta as incertezas quanto à capacidade de se promoverem os ajustes nas contas públicas necessários para uma trajetória fiscal equilibrada e seu impacto sobre a confiança de investidores e consumidores. Outro fator de risco para a dinâmica da economia diz respeito à aceleração inflacionária, refletindo a alta nos preços administrados acima do esperado no início de 2021 e nos dos alimentos e bens industriais, que seguem pressionados tanto pela trajetória altista do preço das *commodities* nos mercados internacionais quanto pela escassez de matérias-primas em alguns setores.

Neste contexto, a previsão da Dimac/Ipea para o PIB de 2021 é de um crescimento de 3%, com recuo de 0,5% do PIB no primeiro trimestre, na comparação com ajuste sazonal. Ainda que uma nova rodada de medidas fiscais de combate aos efeitos da pandemia esteja programada para começar em abril, o impacto negativo sobre a atividade econômica tende a prevalecer no primeiro semestre, embora em magnitude significativamente menor do que a verificada no ano passado. No segundo semestre, o cenário considerado na projeção é que a cobertura vacinal contra a Covid-19 esteja avançada e permita a retomada do crescimento devido ao aumento da confiança dos consumidores e empresários e à redução de medidas de isolamento social. Para 2022, a Dimac/Ipea projeta um aumento de 2,8% para o PIB. Embora esse resultado do ano seja inferior ao previsto para 2021, o cenário caracteriza-se pela manutenção, ao longo de 2022, da retomada da atividade esperada para o segundo semestre deste ano.

No que diz respeito à inflação de 2021, projeta-se uma variação de 4,6% do *Índice de Preços ao Consumidor Amplo* (IPCA) e de 4,3% do *Índice Nacional de Preços ao Consumidor* (INPC). Essa projeção considera as surpresas inflacionárias adversas do início do ano, especialmente em relação aos preços administra-

dos, bem como o recente período de seca verificado nas principais regiões produtoras de carne e leite, a trajetória observada e esperada para a taxa de câmbio e a continuada aceleração dos preços das matérias-primas no mercado internacional. Contudo, espera-se que, no contexto de uma política monetária mais apertada e sob a hipótese de que as atuais incertezas fiscais sejam controladas, a inflação volte a cair ao longo do ano e permaneça controlada em 2022, atingindo, nesse ano, 3,4% tanto para o IPCA quanto para o INPC.

Cabe notar que a trajetória declinante esperada para a inflação ao longo de 2021 deverá implicar uma taxa de inflação acumulada em 12 meses em junho, que balizará o reajuste do teto de gastos para 2022, significativamente superior à taxa de final de ano, que afeta o reajuste de despesas importantes indexadas ao valor do salário-mínimo, como os benefícios previdenciários, abono salarial, seguro-desemprego e BPC. Em consequência disso, espera-se uma situação mais confortável em 2022 e 2023 no que se refere ao cumprimento do teto de gastos.

1 Conjuntura econômica brasileira: período recente e tendências para o ano¹

A economia brasileira recuperou-se de forma rápida, e até certo ponto surpreendente, do choque da pandemia de Covid-19 que atingiu o país a partir de meados de março do ano passado. A redução do PIB no primeiro semestre, na série dessazonalizada, foi de 11,1%, e o crescimento do segundo semestre apresentou exatamente a mesma taxa de 11,1% – o que não foi suficiente para retornar ao ponto original pré-crise, porque as bases de comparações são diferentes. Na média de 2020, o PIB caiu 4,1% – bem menos do que muitas previsões feitas nos primeiros meses após o choque. No último trimestre de 2020, a economia encontrava-se 1,1% abaixo do patamar do final de 2019.

Os dados de janeiro e as projeções da Dimac/Ipea para indicadores de fevereiro (gráfico 1) sugerem que a recuperação da atividade econômica continuou no primeiro bimestre na indústria e, principalmente, nos serviços.² No entanto, as vendas do comércio varejista reverteram a trajetória de forte crescimento dos meses anteriores e caíram em dezembro e janeiro, o que pode ser reflexo do fim dos pagamentos do auxílio emergencial e da antecipação de 13º salário de aposentados e pensionistas feita em maio e junho do ano passado.

O agravamento da pandemia de Covid-19, que culminou no quadro atual de forte pressão sobre o sistema de saúde, vem motivando os governos estaduais e municipais a reintroduzir medidas impositivas de isolamento social. Se, por um lado, se espera que a nova rodada de restrições ajude a conter a disseminação do vírus e aliviar o sistema de saúde, por outro lado, aumentam as incertezas em relação ao desempenho da economia neste ano. O impacto negativo sobre a atividade econômica tende a ser significativo, mas menor do que no segundo trimestre do

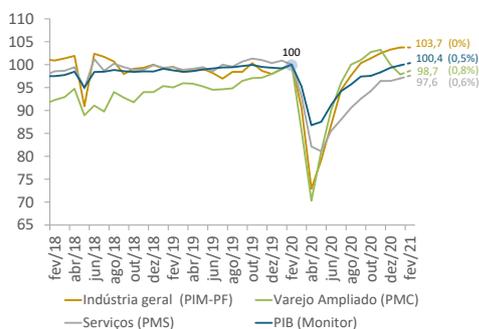
¹ Esta seção contou com a colaboração de Maria Andréia P. Lameiras, Estêvão K. X. Bastos e Francisco Santos, técnicos de planejamento e pesquisa da Dimac/Ipea.

² Veja a análise completa dos indicadores mensais na nota de conjuntura *Atividade Econômica: indicadores mensais*.

ano passado. De fato, o aprendizado das empresas sobre como operar nesse ambiente de distanciamento social permite esperar uma ruptura menos drástica dos processos de produção e comercialização de bens. Além disso, e mais fundamental, há o fato de que o processo de vacinação da população contra o novo coronavírus já se encontra em curso, o que torna o horizonte menos incerto em comparação com um ano atrás: naquele momento, as dúvidas giravam em torno de “se e quando” haveria vacina; agora, a incerteza diz respeito apenas a “quando” uma parcela suficientemente grande da população estará vacinada. Espera-se, como consequência, que as medidas de distanciamento social tenham menor duração.

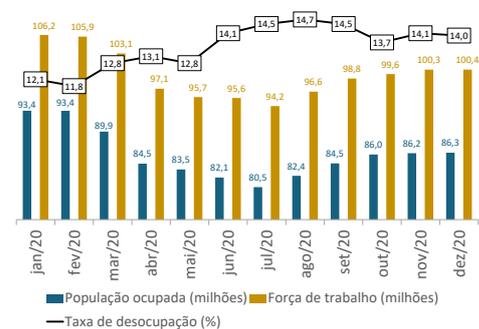
Apesar da forte recuperação da economia brasileira no segundo semestre de 2020, dois problemas críticos podem ter implicações significativas para o presente e para o futuro. Primeiro, no mercado de trabalho, os níveis de ocupação ainda permanecem significativamente abaixo do patamar observado no período imediatamente anterior à pandemia, a despeito da recuperação do segundo semestre do ano passado. No último trimestre de 2020, o nível de ocupação apresentava uma queda de 8,9% em relação a igual período de 2019, o equivalente a 8,4 milhões de ocupações, de acordo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE. A taxa de desemprego aumentou 3 pontos percentuais (p.p.), para 13,9% da população economicamente ativa (PEA), porém não tanto quanto se esperaria pela queda da ocupação. As restrições à mobilidade das pessoas e ao funcionamento dos negócios, e a possibilidade de recorrer ao auxílio emergencial oferecido pelo governo, levaram muitas pessoas a sair da força de trabalho, reduzindo muito a taxa de participação (caiu de 61,9% para 56,8%). Caso essa taxa tivesse se mantido constante, a taxa de desocupação teria sido de 21% – número que parece dar uma ideia melhor tanto da folga existente quanto da pressão social latente no final do ano passado. Em contrapartida, o desempenho do emprego formal medido pelos dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (Caged) vem surpreendendo positivamente. Segundo esses dados, nos últimos doze meses, até janeiro, a economia brasileira criou aproximadamente 255 mil novos

GRÁFICO 1
Indicadores selecionados de atividade econômica – índices dessazonalizados (fev./2018-fev./2021)
(Em pontos)



Fonte: IBGE, Fundação Getúlio Vargas (FGV) e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Os valores entre parênteses referem-se às taxas de crescimento projetadas pela Dimac/Ipea para fevereiro (na comparação ajustada sazonalmente com janeiro).

GRÁFICO 2
PNAD Contínua – PEA, população ocupada e taxa de desocupação
(Em milhões de pessoas e %)



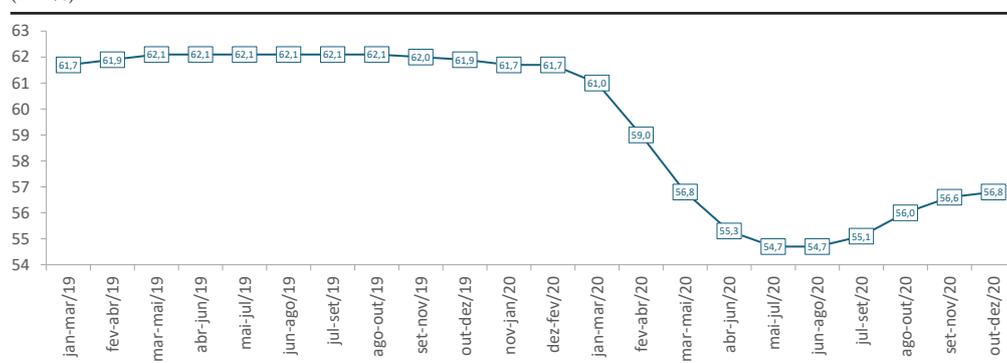
Fonte: PNAD Contínua/IBGE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



empregos com carteira assinada, com destaque para a indústria de transformação e a construção civil, que, juntas, geraram mais de 230 mil vagas.³



GRÁFICO 3
PNAD Contínua – taxa de participação
(Em %)

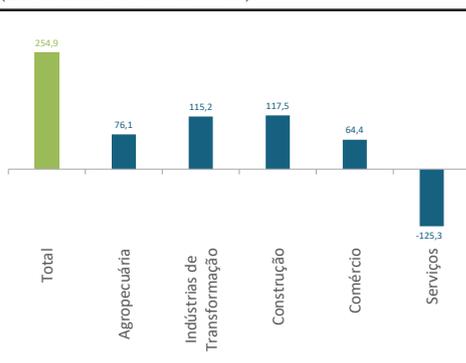


Fonte: PNAD Contínua/IBGE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

O segundo problema, de certa forma conectado ao primeiro, é que o desempenho melhor do que o esperado do PIB no ano passado decorreu em parte da política fiscal adotada para mitigar os efeitos da pandemia. Renúncias tributárias, transferências de renda às famílias – principalmente o auxílio emergencial já mencionado –, transferências a estados e municípios para enfrentar a pandemia, programas de apoio ao emprego e à renda e programas de garantias de crédito às empresas, especialmente micro, pequenas e médias, foram fundamentais para colocar um piso na recessão do segundo trimestre e possibilitar a rápida retomada da segunda metade do ano passado. Porém, somados à queda da arrecadação decorrente da redução da atividade econômica e ao aumento das despesas de saúde, esses gastos resultaram em um *deficit* primário de 9,5% do PIB em 2020, e em um aumento da dívida bruta do governo geral de 14,9 p.p., para 89,2% do PIB. O quadro fiscal, que já era precário antes da pandemia, deteriorou-se acentuadamente, portanto.

O difícil quadro fiscal apresenta dois tipos de implicações para as perspectivas da economia brasileira neste ano. Em primeiro lugar, o escopo para medidas compensatórias à perda de renda das famílias e empresas, em decorrência da retomada

GRÁFICO 4
Caged – saldos de empregos formais acumulados em doze meses: total e setores
(Em número de trabalhadores)



Fonte: Caged/Ministério da Economia.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

³ A nota 22 desta *Carta de Conjuntura* analisa “em que medida a anunciada queda do número de entrevistas realizadas pela PNAD Contínua pode ter interferido na evolução do emprego formal”. Os resultados estimados na nota “resultados confirmam esse quadro de mudança na composição da amostra, apontando ser possível registrar quedas menores nas taxas de formalização da ordem de 0,85 p.p. na PNAD Contínua do segundo trimestre de 2020 e de 0,69 p.p. no terceiro trimestre de 2020, num cenário em que a queda no número de entrevistados não alterasse a composição da amostra”. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/03/a-reducao-no-numero-de-entrevistas-na-pnad-continua-durante-a-pandemia-e-sua-influencia-para-a-evolucao-do-emprego-formal/>>.

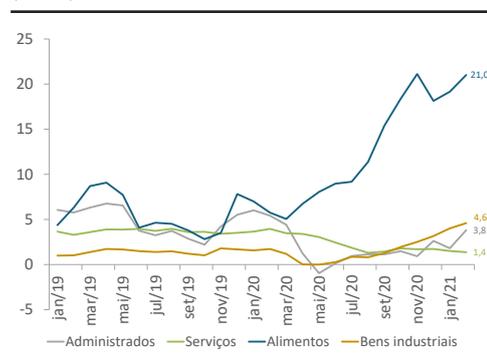
do distanciamento social, é ainda mais limitado agora do que há um ano. Não se espera, portanto, a adoção de medidas de porte semelhante ao observado em 2020, de modo que a contribuição da política fiscal para a sustentação da demanda agregada será menor. Em segundo lugar, a piora da situação fiscal e as dificuldades para a adoção de medidas que sinalizem a retomada de uma trajetória equilibrada para a dívida pública aumentam o nível de incerteza macroeconômica, com efeitos perversos sobre a confiança de consumidores, produtores e investidores. A discussão da questão fiscal é retomada mais adiante nesta nota.

Uma dificuldade adicional para a continuidade do processo de recuperação econômica deriva da aceleração inflacionária recente, que reduziu a capacidade de a política monetária apoiar a atividade econômica.

Os dados mais recentes mostram que a inflação corrente segue pressionada, mesmo em um contexto de desaquecimento da demanda interna. Em fevereiro, a inflação em doze meses, medida pelo IPCA, acelerou pelo nono mês consecutivo, registrando uma variação acumulada de 5,20%. Em que pese o forte aumento dos alimentos no domicílio (21,0%), a piora no desempenho dos preços monitorados (3,8%) e dos bens industriais (4,6%) explica esse quadro de aceleração inflacionária que conjuga alta de preços de *commodities*, depreciação cambial e descompasso na oferta de algumas matérias-primas. Nota-se, ainda, que a implementação dos reajustes postergados de 2020, combinada às altas previstas em 2021, já começa a impactar mais fortemente os preços administrados.

Como esperado, essa pressão recente sobre os preços ao consumidor segue a forte alta dos preços ao produtor. Segundo o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI), nos últimos doze meses, até fevereiro, os preços agrícolas registram um crescimento de 53,8%, enquanto os produtos industriais apontam uma alta de 37,4% – indicando que o fenômeno é mais amplo do que apenas um choque localizado em produtos específicos.

GRÁFICO 5
IPCA – componentes (variação em doze meses)
 (Em %)



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

GRÁFICO 6
IPA (variação em doze meses)
 (Em %)



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

Em sua reunião de março, o Copom aumentou a taxa Selic, de 2,00% para 2,75% ao ano (a.a.), em reação ao aumento da inflação observada e das expectativas para o fim do ano. Esse aumento não parece ser capaz, por si só, de produzir um impacto muito negativo, e muito menos frear a retomada que se encontrava em curso, até o agravamento da situação sanitária. As taxas de juros de longo prazo já se encontravam altas, mesmo com a Selic em nível recorde de baixa. A inclinação significativamente positiva da curva de juros, refletindo incertezas que se avolumavam quanto à sustentabilidade da dívida pública, além do próprio cenário de inflação em alta no segundo semestre, já funcionava como um freio para uma retomada mais forte da atividade econômica. No entanto, a elevação da Selic em março não teve impacto sobre os juros mais longos, refletindo a expectativa do mercado de uma política mais agressiva do Banco Central do Brasil (BCB) no sentido de elevar a taxa básica para níveis compatíveis com a convergência da inflação para a meta. Ou seja, a percepção quanto à taxa de juros compatível com a inflação na meta parece não ter se alterado, apenas a rapidez com que se chegará até ela (box 1).

BOX 1

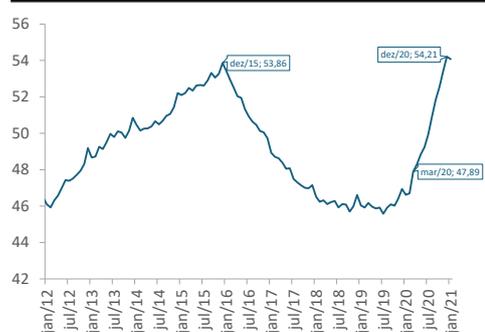
Expectativas de juros e inflação

O gráfico 1 traz a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) de títulos públicos em três momentos: há três meses (na época da última visão geral da *Carta de Conjuntura*), no dia da última decisão do Copom (17 de março de 2021) e a mais recente, no momento da elaboração deste texto (22 de março). Em dezembro, os juros até seis meses estavam entre estáveis e declinantes; no imediato pré-Copom, já mostravam a expectativa de elevação da Selic, com essa parte da curva até seis meses tendo se tornado positivamente inclinada e toda a estrutura até dez anos se elevado – o vértice de sessenta meses, por exemplo, havia subido de 6,25% para 8,16%. A surpresa de 25 pontos-base na decisão do Copom levou a um deslocamento adicional para cima. Num primeiro momento, isto é, na curva apurada ao meio-dia do dia seguinte ao Copom, a elevação apareceu apenas nos primeiros anos, com os vértices de cinco anos em diante inalterados – isso está ilustrado no gráfico 2, que mostra o diferencial entre as curvas nesses dois momentos. Nos dias seguintes, os vértices mais longos também se elevaram, levando à curva mostrada no gráfico 1. O gráfico 3 ilustra, para as mesmas datas, a ETTJ de juros reais (acima do IPCA). O movimento é semelhante: elevação nos últimos três meses e elevação adicional após o Copom ter elevado a meta para a Selic em 75 pontos-base. A taxa para um ano e meio, em dezembro, era negativa (-0,28%) e, agora, deixou de sê-lo (+1,32%). A taxa para um ano continua negativa, mas passou de -1,69% para -0,26%.

O início da normalização da taxa de juros é motivado, naturalmente, pelos movimentos da inflação e de suas expectativas em relação às metas estabelecidas. O gráfico 4 mostra como estavam as expectativas, em 19 de março, para a evolução mensal do IPCA acumulado em doze meses, comparadas com as metas de inflação e seus limites máximo e mínimo, além da taxa esperada no cenário básico do Copom para 2021 e 2022. A inflação acumulada em doze meses deve, de acordo com a mediana do Focus/BCB, continuar subindo até maio, quando alcançaria 7,56%.

As medidas de estímulo ao crédito, via redução de compulsórios, flexibilização de exigências de capital e relaxamento de normas regulatórias prudenciais, constituíram um apoio importante ao setor privado na recuperação após o choque de março-abril do ano passado. O saldo total de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) manteve a tendência positiva que se desenhava desde antes da crise sanitária e cresceu 6,2 p.p. do PIB desde março de 2020 (de 47,9% para 54,2%, conforme gráfico 7). Essa variação deveu-se principalmente ao movimento favorável no segmento de pessoas jurídicas (PJs), que, em termos nominais, cresceu 23,1% nos últimos doze meses até janeiro. O segmento de pessoas físicas (PFs), cuja carteira sofreu forte retração no período imediatamente posterior à eclosão da pandemia, se recuperou lentamente e agora apresenta sinais de estabilidade, com um crescimento de 10,9% em doze meses, como mostrado no gráfico 8.

GRÁFICO 7
Saldo da carteira de crédito em relação ao PIB
(Em % do PIB)



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

As concessões de crédito com recursos livres, excluídos os efeitos sazonais, tiveram retração no final de 2020, por conta da retirada gradual dos estímulos públicos, mas voltaram a se recuperar na última leitura de janeiro. Nas comparações interanuais, as concessões totais caíram 10,4%, com queda tanto no segmento de PFs quanto no de PJs. As concessões com recursos livres em janeiro foram 12,6% menores que em janeiro de 2020, enquanto aquelas com recursos direcionados cresceram 23,9%.

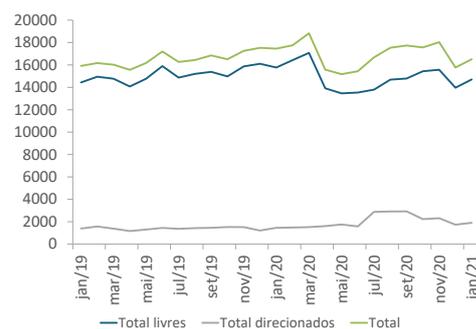
A expansão do crédito na esteira das medidas mencionadas – às quais se somaram as medidas fiscais, como o auxílio emergencial às famílias e os programas de garantia de crédito – parece aproximar-se de seu limite no atual contexto de desaceleração do crescimento. Os níveis de comprometimento de renda – relação entre o valor dos pagamentos esperados com o serviço da dívida (juros e amortizações do principal) com o SFN e a renda mensal das famílias, em média móvel tri-

GRÁFICO 8
Saldo das operações de crédito do SFN, variação nominal em doze meses
(Em %)



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

GRÁFICO 9
Média diária de concessões de crédito do SFN
(Em R\$ 1 mil de set./2019, dessazonalizados)



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

mestral, ajustado sazonalmente – apresentam tendência de crescimento desde maio de 2020. Em novembro (último dado disponível), ele se aproximou de 31% da renda das famílias, maior valor da série histórica. Não obstante, os índices de inadimplência permanecem relativamente baixos no segmento de PFs, o mesmo acontecendo com as empresas – que, no entanto, registraram um pequeno aumento em janeiro.

As taxas de juros médias para novas concessões cresceram no último trimestre. A taxa média de operações de crédito saltou de 18,1% em setembro para 20,0% em janeiro. Ao analisar esses fatores em conjunto, observa-se uma discreta piora nas condições gerais do mercado de crédito, cuja evolução nos próximos meses depende fundamentalmente da evolução da economia e da implementação ou não de novas medidas de estímulo para o setor.

Diante desses pontos, e perante o recrudescimento da pandemia, a perspectiva é que ocorra um novo período de retração da atividade econômica no primeiro semestre deste ano. Para a segunda metade do ano, porém, a expectativa é que a economia se recupere rapidamente, à medida que avance o processo de vacinação.

2 Conjuntura econômica internacional e possíveis impactos para o Brasil⁴

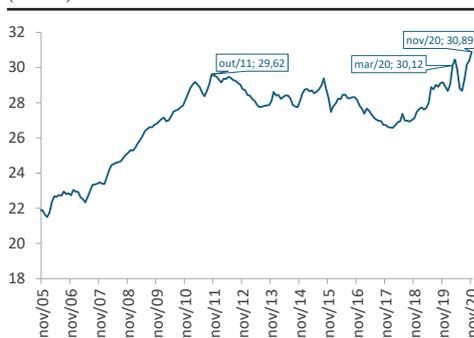
O ambiente internacional contribuiu significativamente para abreviar a recessão doméstica e possibilitar a recuperação do segundo semestre do ano passado. As políticas fiscais e monetárias adotadas nos países avançados tiveram um forte impacto sobre a demanda agregada (tanto o consumo quanto o investimento) nesses países e ampliaram enormemente a liquidez internacional. Em junho, o Fundo Monetário Internacional (FMI) projetava uma redução do PIB global em 2020 de 4,9%, com os países avançados recuando 8,0%. A estimativa do relatório de janeiro deste ano é que a queda do PIB global tenha sido de 3,5%, com os países avançados declinando 4,9%. Não obstante, os dados mais recentes indicam alguma desaceleração do ritmo de retomada das atividades no último trimestre do ano passado e primeiro trimestre deste ano. Diante do forte aumento do número de casos de Covid-19, de hospitalizações e de mortes, medidas de distanciamento social em diversos países foram sendo reintroduzidas, afetando especialmente os serviços. Ainda assim, a previsão do FMI para o crescimento global é de 5,5% em 2021 e de 4,2% em 2022.

Apesar do choque inicial no segundo trimestre, o comércio internacional teve uma forte recuperação na segunda metade do ano passado. No final de 2020, o volume do comércio internacional, segundo o Centraal Planbureau (CPB) da Holanda, já

GRÁFICO 10

Comprometimento da renda familiar com o serviço da dívida dessazonalizado

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea



⁴ Esta seção contou com a colaboração de Caio Leite, assistente de pesquisa na Dimac/Ipea.

tinha superado os níveis pré-pandemia, igualando-se ao registrado em agosto de 2019. O FMI projeta um crescimento de 8,1% para o comércio internacional em 2021. Os preços das *commodities* acompanharam a recuperação da atividade econômica global e do comércio internacional, mostrando uma forte reação ao longo do ano passado: em fevereiro, o índice de todas as *commodities* do FMI já era 27% maior do que um ano antes, com destaque para metais e minerais, cujos preços nos mercados internacionais registravam um aumento de 46%, seguido pelas *commodities* ligadas a energia (22%) e produtos agrícolas (20,4%). Duas *commodities* relevantes na pauta brasileira de exportações – soja e minério de ferro – registravam, na primeira quinzena de março, preços 63% e 92%, respectivamente, maiores do que um ano atrás. Esse fator pode contribuir para a retomada da economia brasileira por meio dos mecanismos de transmissão discutidos no box 2.

BOX 2

Análise do efeito dos preços das *commodities* sobre a atividade econômica

A recente alta das *commodities* vem levantando a questão de como essa variação exógena, que ocorre devido à dinâmica da economia mundial, pode ajudar a economia brasileira a se recuperar da crise gerada a partir da eclosão da pandemia de Covid-19.

O comovimento positivo entre os preços das *commodities* e o crescimento de economias emergentes tem sido investigado por uma ampla literatura. Nessas economias, uma grande parcela das exportações é composta por *commodities*. No Brasil, por exemplo, a participação das *commodities* no total de exportações no último ano foi de 65% e a participação no PIB, de 12%, segundo dados da United Nations International Trade Statistics Database e do BCB. Como pode ser visto pelos gráficos 1 e 2, há uma alta correlação positiva entre preços de *commodities* e atividade econômica. No gráfico 1, pode-se observar que o crescimento do preço internacional de *commodities* e o crescimento do PIB seguem um padrão bastante similar. No gráfico 2, nota-se que o Brasil possui uma das mais altas correlações entre crescimento do PIB e crescimento das *commodities*, ficando atrás apenas do Peru entre os países da América Latina. Como a relação aparente de correlação não implica um efeito de causalidade, é preciso explorar melhor se preços mais altos de *commodities* implicam de fato um maior crescimento.

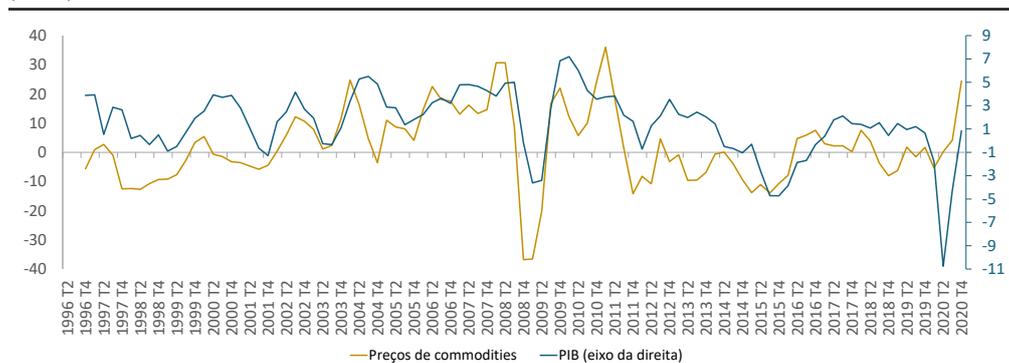
Diversos canais de transmissão têm sido apontados na literatura a fim de explicar os efeitos dos preços das *commodities* sobre o crescimento de economias exportadoras. O mais usual é o efeito sobre **exportações** e o consequente efeito transbordamento (*spillover effect*). Os preços mais altos das *commodities* afetam diretamente as receitas de exportações, e esse efeito pode se estender a outros setores da economia (Fernández, González e Rodríguez, 2018; Fornero, Kirchner e Yany, 2016). Ainda, Fornero, Kirchner e Yany (2016) mostram que o tamanho desse efeito depende da parcela de participação das *commodities* nas exportações e da persistência dos choques.

Em contrapartida, há também o chamado efeito **custo**, por meio do qual a expansão dos preços das *commodities* levaria a um aumento dos salários pela maior demanda por trabalho nesse setor (Benguria, Saffie e Urzúa, 2018).

GRÁFICO 1

Taxa de variação do preço das *commodities* versus taxa de variação do PIB brasileiro – taxa acumulada em quatro trimestres

(Em %)

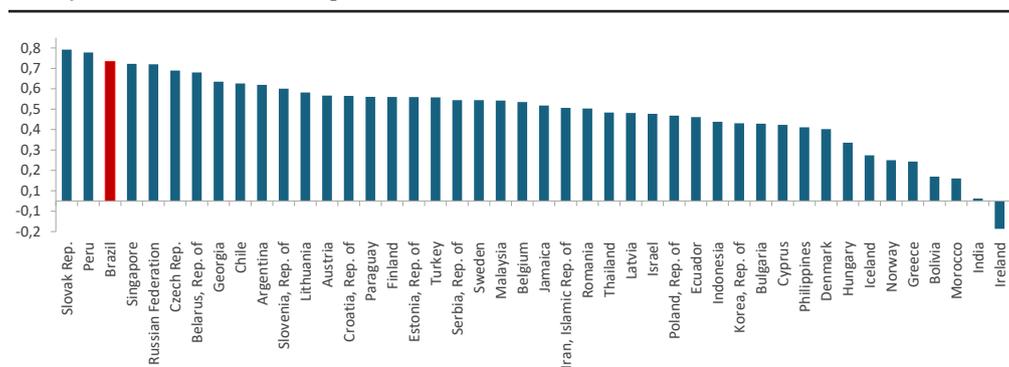


Fonte: IBGE e Banco Mundial.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2

Correlação entre taxa de crescimento do PIB e taxa de crescimento de *commodities* não energéticas: coeficiente de correlação das taxas acumuladas em quatro trimestres (1996-2019)



Fonte: Banco Mundial.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Além desse, há também o efeito sobre a **taxa de juros**. Em geral, períodos de alta nos preços das *commodities* estão relacionados a períodos de baixas taxas de juros e níveis mais baixos de risco (correlação negativa) em economias emergentes. Dessa forma, os efeitos positivos dos choques de preços de *commodities* sobre a atividade econômica seriam amplificados por esse canal (Drechsel e Tenreiro, 2018; Shousha, 2016). Para o Brasil, Zeev, Pappa e Vicondoa (2017) estimam que em torno de 26% da variância no *spread* da taxa de juros seria explicada pela variação dos preços das *commodities*.

O canal **fiscal**, por meio do qual um aumento do preço das *commodities* eleva a receita de impostos, também está documentado na literatura e parece ser importante para a economia brasileira (Gottlieb e Goldfajn, 2014; Medina, 2016).

Esse aumento de receitas pode ser repassado para o restante da economia como aumento de gasto público, o que potencializaria os efeitos sobre a demanda agregada. Gottlieb e Goldfajn (2014) estimaram uma elasticidade da arrecadação com relação aos preços de *commodities* de 0,27 para o período de 2003 a 2008.

Outra possibilidade de efeitos de transmissão sobre o crescimento é o canal das **expectativas** e foi explorada por Farias e Silva (2017). De acordo com os autores, “boas notícias” (“*good news*”) sobre os preços das *commodities* favorecerão as expectativas dos agentes sobre a economia, o que levaria a maiores níveis de investimento e, conseqüentemente, a um maior crescimento. Os resultados derivados do modelo proposto pelos autores mostram que “boas notícias” sobre os preços das *commodities* levam a um nível mais alto de produto, consumo e investimento, sendo responsáveis por mais de um terço das flutuações no produto.

Do ponto de vista empírico, as evidências vêm basicamente do modelo de vetores autorregressivos (VAR) e do modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral (*dynamic stochastic general equilibrium* – DSGE). De forma geral, esses trabalhos têm encontrado um efeito positivo do choque de preços de *commodities* sobre o crescimento, o investimento e o consumo das principais economias emergentes (comportamento pró-cíclico). No caso do Brasil, em particular, esse efeito também parece ser relevante.

Dado o exposto anteriormente, o objetivo deste box é estimar os efeitos de um choque no preço das *commodities* sobre a trajetória do PIB brasileiro. Para isso, usamos dados trimestrais do período de 2000 (T1) a 2020 (T4) das cinco variáveis descritas a seguir.

- Índice de preços de *commodities* sem combustíveis (*non-fuel*) (dados do FMI).
- PIB: índice de produção industrial com ajuste sazonal (dados do IBGE).
- IPCA acumulado em doze meses (variação em porcentagem) (dados do IBGE).
- Selic anualizada (variação em porcentagem) (dados do BCB).
- Taxa de câmbio nominal para a compra de R\$/US\$ (dados do BCB).

Todas as variáveis, com exceção dos preços, são utilizadas em nível. Dessa maneira, qualquer relação de cointegração será implicitamente determinada pelo modelo, evitando, ademais, o problema de inconsistência dos parâmetros ao impor restrições de cointegração incorretas, seguindo o preconizado por Sims e Uhlig (1991).

Para avaliar o efeito do choque no preço das *commodities* sobre o PIB, foi utilizado o **método de projeção local** de Jordà (2005), que consiste em estimar as funções de resposta ao impulso por meio da projeção direta de uma variável de interesse sobre as defasagens das variáveis que compõem o VAR – essa mesma metodologia foi usada pioneiramente no Brasil por Alves, Rocha e Gobetti (2019) –, a fim de calcular os multiplicadores fiscais. Assim, o método estima uma sequência de regressões

preditivas de uma variável de interesse sobre um choque estrutural para diferentes horizontes. A função de resposta ao impulso é obtida através dos coeficientes de regressão do choque. Neste caso, será possível avaliar a resposta das variáveis endógenas a um choque no índice de preços de *commodities* em diferentes horizontes.

Existem muitas vantagens na utilização da abordagem de projeção local para a estimação das funções de resposta ao impulso. Entre elas, podemos citar: i) robustez à má especificação do processo gerador de dados; ii) possibilidade de incorporar facilmente não linearidades; iii) parcimônia, uma vez que o número de parâmetros estimados é menor; iv) estimativas das funções de resposta ao impulso consistentes e com distribuição assintótica normal etc.

A identificação dos choques foi alcançada por meio de restrições contemporâneas de curto prazo baseadas em uma decomposição de Cholesky. Desse modo, o índice de preços de *commodities* entra primeiro na ordenação do VAR (variável mais exógena), seguida de PIB, inflação, taxa de juros e taxa de câmbio nominal. Essa ordenação significa que o índice de preços de *commodities* não reage instantaneamente aos choques em nenhuma das variáveis domésticas, que o PIB não reage instantaneamente aos choques na inflação, taxa de juros e taxa de câmbio, mas é afetado instantaneamente por um choque de preços de *commodities*, e assim por diante. Por fim, a última variável do sistema – taxa de câmbio – é afetada instantaneamente por todos os choques nas outras variáveis. Apesar dos efeitos instantâneos, após o período inicial, todas as variáveis podem interagir livremente. Cabe notar que esse tipo de ordenação é bastante utilizado em modelos VAR para pequenas economias abertas como o Brasil.

O gráfico 3 mostra a resposta das variáveis endógenas a um choque de 1 desvio-padrão no preço internacional das *commodities*, com os intervalos de confiança de 95%.

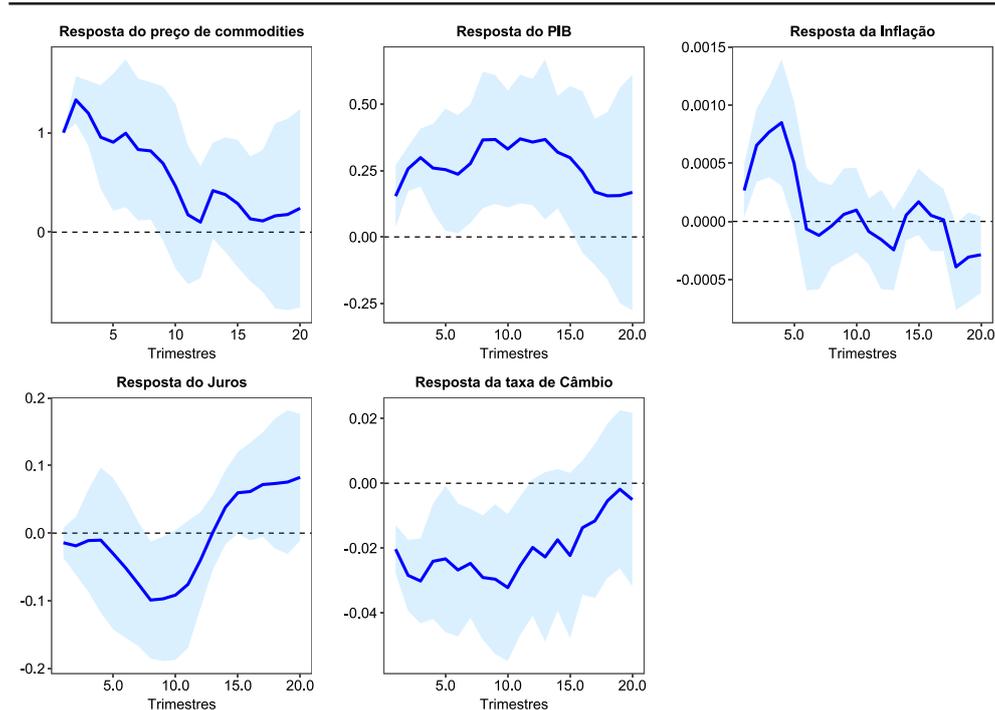
O resultado apresentado no gráfico 3 mostra que o produto é positivamente afetado pelo choque nos preços das *commodities*. O efeito positivo é estatisticamente significativo, mesmo após quinze trimestres (3,75 anos). Além disso, a inflação também reage positiva e significativamente ao choque, mas esse efeito é totalmente dissipado em cinco trimestres. O efeito sobre a taxa de juros não é estatisticamente significativo. Por fim, após um choque de 1 desvio-padrão no preço das *commodities*, a taxa de câmbio nominal diminui (ou seja, sofre uma valorização), efeito que se dissipa em aproximadamente dez trimestres.

Para calcular o multiplicador do efeito do preço das *commodities* sobre o PIB e ter resultados mais intuitivos, usamos a abordagem proposta por Mountford e Uhlig (2009) e Ramey e Zubairy (2015), que consideram a característica dinâmica das funções de resposta ao impulso. Assim, os multiplicadores dinâmicos são computados como a razão da soma da resposta da variável de interesse pela soma da variável de impulso (nesse caso, preço de *commodities*). A tabela 1 apresenta o cálculo dos multiplicadores do choque de *commodities*. É possível notar que o multiplicador

crece bastante ao longo do horizonte de tempo, sendo igual a 0,15 no impacto, e igual a 0,22 e 0,48 um ano e cinco anos após o choque, respectivamente.

Em resumo, o choque de preços das *commodities* é persistente e tem efeito positivo e significativo no produto. Dessa forma, espera-se que o impacto positivo do crescimento dos preços das *commodities* possa ajudar a mitigar os efeitos deletérios sobre o produto associados ao agravamento da pandemia do novo coronavírus.

GRÁFICO 3
Impactos do choque de 1 desvio-padrão nos preços das *commodities*



Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 1
Multiplicadores de choque nos preços de *commodities* sobre o PIB

Impacto	0,15
Quatro trimestres	0,22
Oito trimestres	0,26
Quinze trimestres	0,43
Vinte trimestres	0,48

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Box elaborado por Andreza Palma, assistente de pesquisa na Dimac/Ipea.

As condições financeiras internacionais pioraram significativamente no momento em que a pandemia explodiu, em meados do primeiro trimestre do ano passado, mas melhoraram ao longo do ano em resposta à maciça intervenção dos bancos centrais dos países desenvolvidos. O índice do FMI⁵ mostra que, em dezembro de 2020, as condições financeiras na maioria dos países e/ou regiões já haviam recuperado ou superado os níveis de um ano antes. A única exceção é a China, onde as condições financeiras ficaram mais apertadas, possivelmente como reflexo do esforço do governo de evitar um aumento muito grande do endividamento – já bastante elevado –, especialmente pelos governos locais.

Diante do ritmo relativamente forte de recuperação da economia nos Estados Unidos – a expectativa é que ela cresça 6,5% este ano –, o primeiro trimestre do ano trouxe de volta a preocupação com o efeito das atuais políticas expansionistas sobre a inflação, em particular das medidas fiscais recém-aprovadas pelo novo governo democrata, que devem levar a um *deficit* fiscal superior a 16% do PIB este ano, ligeiramente superior ao de 2020 (15% do PIB). A pressão no momento vem principalmente dos preços de *commodities*, assim como de aumentos de preços resultantes de gargalos nas cadeias produtivas globais por conta de uma retomada dessincronizada da produção nos diferentes setores/países. No entanto, o Federal Reserve manteve, em sua reunião de março, o compromisso com a manutenção dos juros próximos de zero pelo menos até 2023 e sinalizou – seguindo o novo arcabouço para a política monetária, mais flexível e com base numa meta de inflação média para a qual se convergiria em vários anos – que deverá tolerar uma inflação acima de 2,0% por certo tempo antes de reverter a postura atual. O Banco Central Europeu, diante dos sinais de perda de fôlego da economia na Área do Euro, também reforçou o compromisso com uma política estimulativa, podendo acelerar nos próximos meses seu programa de aquisição de ativos. Assim, tanto pelo lado do crescimento da atividade e da evolução do comércio quanto pelo lado das condições financeiras em mercados internacionais, a economia mundial deve continuar favorável à economia brasileira.

3 Desafios da política fiscal de curto e longo prazos⁶

A questão fiscal permanece desafiadora. Há incertezas de caráter mais imediato, associadas ao controle das despesas primárias da União em 2021, dentro do teto de gastos determinado pela Emenda Constitucional (EC) nº 95/2016; e incertezas de mais longo prazo, referentes à sustentabilidade da trajetória da dívida pública. Trata-se, evidentemente, de incertezas correlatas, que interagem num quadro em que as finanças públicas, que já se encontravam em situação incerta antes da pandemia, tornaram-se ainda mais frágeis no ano passado.

3.1 Teto de gastos e orçamento federal de 2021

No que se refere ao teto de gastos em 2021, a última projeção das despesas primárias da União apresentada pelo Ministério da Economia, divulgada no *Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias* de março, indicou que, na ausência de

⁵ Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/01/27/global-financial-stability-report-january-2021-update>>.

⁶ Esta seção contou com a colaboração de Geraldo Julião Júnior, Felipe Martins e Sergio Ferreira, pesquisadores da Dimac/Ipea.

medidas corretivas, as despesas projetadas tenderiam a ultrapassar o limite dado pelo teto em cerca de R\$ 17,6 bilhões. De acordo com o relatório:



Caso na próxima avaliação a situação persista, e com a aprovação da lei orçamentária anual, o Poder Executivo, caso necessário, tomará as providências para a adequação orçamentária dessas despesas, de tal forma que as dotações autorizadas permaneçam compatíveis com o Novo Regime Fiscal, em cumprimento aos §§ 4º e 5º do art. 107 do ADCT.⁷

A tabela 1 apresenta as estimativas, geradas a partir das projeções oficiais do Governo, das despesas primárias do Governo Central sujeitas ao teto de gastos e da “folga” ou “necessidade de ajustes” em relação ao teto nos anos de 2021 a 2023. O cálculo da folga ou necessidade de ajuste em relação ao teto é dado, em cada ano, pela diferença entre o valor do teto e o projetado para as despesas sujeitas ao teto (inclusive as discricionárias). Trata-se, portanto, de um indicador do grau de restrição a que está sujeita a política fiscal a fim de satisfazer a regra do teto: valores positivos dessa diferença indicam a existência de uma folga, de modo que as despesas poderiam ser até maiores do que o projetado, sem comprometer o teto; por sua vez, valores negativos indicam a necessidade de ajustes em relação ao teto, apontando para cortes de gastos visando respeitar esse limite.⁸

As estimativas da tabela 1 partem, em 2021, das projeções oficiais constantes do *Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas* de março, e para 2022 e 2023, a fonte básica é o Projeto de Lei e Diretrizes Orçamentárias (PLDO) 2021. As estimativas oficiais para 2021-2023 foram complementadas com projeções para alguns itens de despesa em nível desagregado e atualizadas com base nas projeções de inflação (IPCA e INPC) da Dimac/Ipea. De modo sintético, as projeções da variação do IPCA acumulada nos doze meses terminados em junho de cada ano foram utilizadas para corrigir o teto de gastos do ano seguinte; e a diferença anual entre nossas projeções para o INPC e as projeções constantes do PLDO 2021 (elaboradas antes da aceleração inflacionária recente) serviram para, em conjunto com a sensibilidade de alguns itens de despesa à inflação estimada no Anexo de Riscos Fiscais da LDO, atualizar as projeções dessas despesas.

Para o ano de 2021, a tabela 1 reflete a situação difícil já apontada pelo Ministério da Economia, indicando a necessidade de duras medidas de contenção de despesas visando ao cumprimento do teto de gastos. Dado o já relativamente baixo nível das despesas discricionárias, o espaço para o ajuste requerido seria estreito, havendo risco de interrupção parcial ou total de algumas atividades ou programas públicos.

⁷ Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:38084>.

⁸ É importante notar que o conceito de folga ou necessidade de ajuste em relação ao teto é um conceito *ex ante*, baseado nas projeções correntes tanto das despesas obrigatórias quanto das discricionárias. O cálculo busca avaliar se, relativamente às projeções correntes das despesas, a distância em relação ao teto permite maior relaxamento ou maior restrição no controle dos gastos. Naturalmente, essa distância em relação ao teto tende a ser eliminada ao longo do tempo, total ou parcialmente, na medida em que ajustes são implementados ou despesas adicionais são realizadas, visando ocupar eventuais folgas. Para 2020, o cálculo é *ex post*, pois os dados são observados e a magnitude da folga estimada decorre, em boa medida, da superestimação das despesas obrigatórias daquele ano.

TABELA 1

Estimativa das despesas primárias do Governo Central sujeitas ao teto de gastos e da “folga” ou “necessidade de ajuste” em relação ao teto – antes da aprovação da LOA 2021

(Em R\$ milhões)

	2020	2021	2022	2023
1 - Teto de gastos	1.454.946	1.485.936	1.604.068	1.657.965
2 - Despesas sujeitas ao teto	1.402.792	1.503.511	1.563.348	1.621.677
Obrigatórias ¹	1.173.079	1.252.620	1.310.145	1.371.084
Benefícios previdenciários	663.505	712.915	758.748	800.407
Pessoal e encargos sociais	306.619	321.869	332.588	342.091
Abono e seguro-desemprego	59.571	61.048	63.490	65.706
BPC	62.668	67.098	71.707	76.408
Legislativo, Judiciário, Ministério Público da União (MPU) e Defensoria Pública da União (DPU)	10.614	13.910	15.016	15.520
Demais obrigatórias ¹	70.102	75.780	68.596	70.951
Obrigatórias com controle de fluxo	133.784	154.838	160.243	165.751
Discricionárias do Poder Executivo ²	95.929	96.053	92.960	84.842
3 - Folga(+)/necessidade de ajuste(-) em relação ao teto dos gastos (1-2)	52.155	-17.574	40.721	36.288

Fonte: Ministério da Economia; Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: ¹ Inclusive a despesa com emendas parlamentares.

² Exclusive a despesa com emendas parlamentares.

Obs.: Os dados para 2020 são observados. Para 2021, as principais informações são retiradas do Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas do Ministério da Economia de março de 2021, e para 2022 e 2023 a fonte básica é o PLDO 2021. As estimativas oficiais para 2021-23 foram complementadas com projeções para alguns itens de despesa em nível desagregado e atualizadas com base nas projeções de inflação (IPCA e INPC) da Dimac/Ipea. Essas projeções de inflação também subsidiaram a estimativa do teto de gastos em 2022 e 2023.

É interessante notar que, para os próximos anos (2022 e 2023), espera-se uma folga razoável das despesas em relação ao teto. Isso decorre fundamentalmente da trajetória projetada para a inflação ao longo deste ano: enquanto se espera que a inflação (medida pelo IPCA) acumulada em doze meses em junho, que balizará o reajuste do teto de gastos para 2022, se situe próxima de 8%, a inflação no final do ano deverá estar em torno de 4,6%. Trajetória semelhante deverá ser observada para o INPC, cuja variação acumulada em 2021 está projetada em 4,3% e deverá balizar o reajuste de despesas importantes indexadas ao valor do salário mínimo, como os benefícios previdenciários, abono salarial, seguro-desemprego e BPC. Assim, supondo que a inflação de fato apresente trajetória declinante ao longo do ano, espera-se que o teto de gastos seja reajustado a uma taxa substancialmente mais alta do que alguns itens importantes da despesa primária da União, abrindo a folga mostrada na tabela.

Vale lembrar, ademais, que a atual situação de dificuldade para o cumprimento da regra do teto em 2021 decorreu, em boa medida, de efeito inverso ocorrido em 2020, quando a inflação de meio de ano foi significativamente menor do que a inflação de final de ano, devido à aceleração no segundo semestre. Independentemente dos fatores explicativos, o problema do cumprimento do teto em 2021 requer soluções duras em termos de corte de despesas.

O Autógrafo do PLOA de 2021 aprovado recentemente no Congresso Nacional não apenas deixou de avançar na direção da correção do excesso das despesas previstas para o ano, mas também contribuiu para agravar esse problema. De fato, o Autógrafo acrescentou uma série de despesas adicionais, sob a forma de emendas parlamentares, à programação orçamentária do ano. Para obedecer ao limite constitucional do teto de gastos, essas despesas adicionais teriam que ser compensadas pelo cancelamento de outras despesas em igual valor – deixando, portanto, o montante total das despesas inalterado. Contudo, é questionável se alguns desses can-

cancelamentos corresponderão a reduções efetivas das despesas correspondentes, dado que as despesas cortadas são obrigatórias. Em particular, chamam atenção os cancelamentos do pagamento de benefícios previdenciários e do seguro-desemprego em cerca de R\$ 13,5 bilhões e R\$ 2,6 bilhões, respectivamente, e os cancelamentos das subvenções econômicas nas operações de crédito agropecuário e de investimento rural e agroindustrial, no valor de R\$ 2,5 bilhões. Cabe notar que, do valor de R\$ 13,5 bilhões de benefícios previdenciários cancelados (e correspondente aumento de despesas de emendas), R\$ 4 bilhões estão condicionados à aprovação de dispositivo legal que redefine a forma de concessão do auxílio doença; se essa aprovação não ocorrer no prazo de 30 dias, os referidos cancelamentos e acréscimos de despesa poderão ser revertidos.

A menos que as projeções dessas despesas apresentadas no *Relatório de Avaliação* do Ministério da Economia estejam superestimadas, esses cancelamentos da programação orçamentária não deverão traduzir-se em reduções efetivas das respectivas despesas. Há outros cancelamentos de programações orçamentárias cuja adequação é incerta, relativamente às projeções originais; contudo, apenas a consideração das despesas citadas já permite perceber a magnitude do ajuste adicional nas despesas discricionárias imposto pelo orçamento aprovado. De fato, caso não correspondam a reduções efetivas nas despesas correspondentes, os cancelamentos das despesas obrigatórias citadas implicarão inevitavelmente a necessidade de cortes adicionais em outros gastos da ordem de R\$ 14,5 bilhões a R\$ 18,5 bilhões⁹ – que, somados ao excesso de R\$ 17,6 bilhões já identificado no Relatório de Avaliação, significam uma necessidade de ajuste total de cerca de R\$ 32 bilhões a R\$ 36 bilhões.

Dada a magnitude do corte requerido nas despesas primárias da União, e tendo em vista que o nível das despesas discricionárias já se encontra muito baixo em termos históricos, é natural que surjam incertezas sobre a capacidade de se promoverem os ajustes necessários para satisfazer a regra do teto. Faz-se necessária a busca por uma solução, negociada pelos atores políticos, que envolva a revisão de parte da programação orçamentária aprovada no Autógrafo do PLOA.

Nesse contexto, é importante, porém, que os atores políticos e a sociedade em geral tenham consciência dos riscos de se optar por soluções aparentemente fáceis, mas que poderiam comprometer a capacidade de ancoragem de expectativas do teto de gastos e causar efeitos perversos sobre a credibilidade da política fiscal no país – e, conseqüentemente, sobre os prêmios de riscos dos títulos da dívida pública, as taxas de juros e a confiança dos agentes econômicos, com impactos potenciais nocivos nos níveis de atividade e emprego. Evidentemente, qualquer solução deverá reconhecer que o país vive condições excepcionais devido à pandemia da Covid-19, que implica uma situação de incerteza elevada e constante e dificulta qualquer previsão, inclusive de receitas e despesas orçamentárias. Contudo, isso não pode permitir que o país se desvie da rota de consolidação fiscal que vinha traçando a partir da aprovação de medidas como a das ECs do teto dos gastos e da reforma da Previdência.

⁹ A depender da reversão, ou não, dos R\$ 4 bilhões de cancelamentos de benefícios previdenciários (e correspondentes acréscimos de despesas com emendas) condicionados à mudança no auxílio doença.

Além de impor a necessidade de um ajuste maior nas despesas discricionárias para cumprir o teto, algumas definições do Autógrafo do PLOA 2021 trouxeram outros tipos de problemas, associados a certa perda de transparência das contas públicas. Uma dessas definições diz respeito ao cancelamento de despesas com subvenções econômicas nas operações do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (PRONAF), bem como nas operações de crédito para custeio agropecuário e para investimento rural e agroindustrial. Conforme definido em relatório do Tribunal de Contas da União (TCU) de 2017:

Uma das principais funções do orçamento público é o de servir de instrumento que explicita a alocação de receitas e despesas, dando transparência à gestão estatal dos recursos e possibilitando, dentre outros, o controle social e dos demais poderes da República. Desse modo, entende-se incompatível com a legislação vigente que subvenções econômicas possam ser concedidas a terceiros, mediante acúmulo de débitos da União junto a instituições financeiras, sem que se tenha ao menos a reserva de alocação de recursos no orçamento daquele exercício. (...) Assim, a forma adequada de execução das despesas com subvenções econômicas é a inclusão de sua previsão na lei orçamentária do exercício em que serão concedidas, realizando, portanto, o empenho de maneira prévia às equalizações das taxas de juros dos financiamentos.¹⁰

O cancelamento, no Autógrafo do PLOA 2021, dos pagamentos das subvenções citadas pode, portanto, trazer risco importante para a gestão do orçamento público em linha com suas funções.

Outra definição relativamente problemática adotada pelo Autógrafo do PLOA 2021 – o cancelamento de despesas referentes ao programa do abono salarial – foi originada da Resolução nº 896 do Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT), de 23 de março de 2021, que mudou a programação de pagamento do abono aos trabalhadores do ano-base 2020 que fazem jus ao benefício; em vez de iniciar em julho de 2021 (com término em junho de 2022), ele será realizado a partir de janeiro de 2022. Essa mudança implicou a liberação, em 2021, da disponibilidade orçamentária de cerca de R\$ 7,5 bilhões, alocados ao programa e ainda não gastos, o que, em tese, poderia reduzir o excesso de gastos previstos em relação ao limite da EC nº 95/2016 e aliviar o ajuste requerido nas despesas discricionárias.¹¹ Cabe notar que essa mudança foi motivada por recomendações da Controladoria Geral da União (CGU), que apontara inconformidade na execução orçamentária da política do abono salarial pelo fato de que a contabilização do valor a ser pago a título do benefício não estava sendo integralmente apropriado no mesmo exercício em que se dava a identificação dos beneficiários e dos valores que tinham a receber. Contudo, a correção dessa inconformidade poderia ser feita de duas formas: por meio do empenho, em 2021, do valor total dos benefícios relativos ao ano-base 2020 (estimado em cerca de R\$ 20,2 bilhões), ou por meio da postergação do fim do processo de identificação dos beneficiários e início do

¹⁰ Relatório TC nº 003.497/2017-8.

¹¹ Na prática, a redução do excesso de gastos em relação ao teto não ocorreu, pois o cancelamento das despesas com o abono na PLOA 2021 foi compensado com o acréscimo de outras.

correspondente pagamento dos benefícios, que ocorreriam em janeiro de 2022. A decisão pela segunda alternativa requer justificativa cuidadosa, sob pena de poder trazer novas incertezas em relação à condução futura da política fiscal.

Finalmente, cabe notar que, a fim de ser compatível com o princípio do teto de gastos, a proposta de redefinição da forma de concessão do auxílio doença, que envolveria retirar valor considerável de gastos do rol de despesas sujeitas ao teto, deveria ser feita no âmbito do recálculo do teto de gastos desde sua implementação, em 2016.

3.2 A EC nº 109/2021 e a sustentabilidade de longo prazo das contas públicas

Para além das preocupações em relação à dificuldade de cumprimento do teto de gastos em 2021, bem como à forma com que os agentes políticos vêm tentando lidar com esse problema, o principal desafio fiscal do país consiste em promover a convergência da dívida pública para uma trajetória sustentável. A aprovação da reforma do sistema previdenciário em 2019 foi um passo fundamental nessa direção. Contudo, conforme discutido em números anteriores da *Carta de Conjuntura*, medidas e reformas adicionais faziam-se necessárias para ajudar no controle do crescimento tendencial das despesas obrigatórias e, assim, contribuir para a sustentabilidade das contas públicas.

Desde a aprovação da reforma da Previdência, diversos projetos com impacto potencial direto ou indireto sobre as contas públicas vêm sendo discutidos no Congresso Nacional – em particular, PECs nº 186/2019 (PEC Emergencial), nº 188/2019 (PEC do Pacto Federativo), nº 187/2019 (PEC dos Fundos), nº 32/2020 (reforma administrativa) e diferentes projetos de reforma tributária (PECs nº 45/2019 e nº 110/2019 e PL nº 3.887/2020) –, mas, até recentemente, nenhum havia sido aprovado. A aprovação do substitutivo da PEC Emergencial e sua conversão na EC nº 109, em 15 de março de 2021, constituiu, portanto, um marco no processo de consolidação fiscal brasileiro.

A EC nº 109/2021 tem dois objetivos principais: permitir a reedição do Auxílio Emergencial e aperfeiçoar o arcabouço fiscal com vistas ao equilíbrio das contas públicas. A reedição do Auxílio Emergencial, necessária diante do recrudescimento da pandemia no país, requeria a suspensão das regras fiscais vigentes, pois o valor estimado do auxílio (R\$ 44 bilhões) comprometeria o cumprimento da meta de resultado primário e do teto de gastos. Assim, a EC autorizou desconsiderar o valor referente ao auxílio na apuração da meta de resultado primário, da regra de ouro e do teto de gastos, e criou norma constitucional para afastar os requisitos constitucionais para edição do crédito extraordinário necessário para financiar o auxílio.

No que se refere à condução da política fiscal no país, a EC no 109/2021 trouxe importantes avanços. Em primeiro lugar, ela lançou as bases para um novo arcabouço fiscal, voltado explicitamente para a sustentabilidade da dívida. Cabe notar esta seria uma melhora significativa em relação ao atual arcabouço, composto por

diferentes regras fiscais com objetivos não necessariamente consistentes, e cuja relação com a sustentabilidade da dívida não é sempre clara. Para tanto, a EC determinou que lei complementar deverá dispor sobre: (i) indicadores de apuração da sustentabilidade da dívida, (ii) níveis de compatibilidade dos resultados fiscais com a trajetória da dívida; (iii) trajetória de convergência do montante da dívida com os limites definidos em legislação; (iv) medidas de ajuste, suspensões e vedações; (v) planejamento de alienação de ativos com vistas à redução do montante da dívida. Possivelmente, a conjugação dessa lei complementar com a revisão, em 2026, dos critérios de correção dos limites do teto de gastos, propiciará o surgimento de um arcabouço mais consistente de regras fiscais. Evidentemente, esse avanço depende da aprovação de dita lei complementar no Congresso.

Em segundo lugar, a EC resolveu o problema do acionamento das vedações previstas na EC nº 95/2016. Esse problema derivava do fato de que, da forma como a EC nº 95/2016 foi redigida, a única forma de descumprir o teto de gastos – e, portanto, acionar seus “gatilhos” – seria mediante o encaminhamento, pelo presidente da República, de PLOA com previsão de despesas em nível superior ao teto. Isso, porém, caracterizaria o descumprimento de dispositivo constitucional que dispõe de norma orçamentária, atraindo a situação de crime de responsabilidade para o presidente e, possivelmente, de crime comum para os gestores.

Para a solução desse problema, buscou-se um mecanismo de acionamento dos gatilhos que não envolvesse diretamente o descumprimento dos limites impostos pela EC nº 95/2016. Para tanto, a EC nº 109/2021 definiu que os gatilhos ou vedações da EC nº 95/2016 serão acionadas toda vez que, no âmbito das despesas primárias sujeitas aos limites do teto, a proporção entre despesa obrigatória e despesa total for superior a 95%.

Cabe notar duas limitações desse mecanismo como forma de promover um ajuste imediato das contas públicas. Primeiro, o critério baseado na razão entre despesa obrigatória e despesa total implica que o acionamento dos gatilhos só deverá ocorrer em 2024 – ano em que se prevê que essa razão ultrapasse o limiar de 95%. Segundo, os gatilhos/vedações constantes da EC 109 impactam no crescimento das despesas obrigatórias da União, mas não são capazes de afetar diretamente o nível corrente das despesas¹². De fato, dois dos dispositivos constantes da proposta original da PEC 186 que poderiam gerar impacto fiscal imediato – a suspensão temporária da progressão e promoção funcional em carreira e a redução temporária da jornada de trabalho dos servidores públicos, com adequação proporcional de subsídios e vencimentos – foram retirados do substitutivo aprovado no Congresso, reduzindo sua potência fiscal.

12 Trata-se de vedações a: i) concessão de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração de todos os servidores; ii) criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa; iii) alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; iv) admissão ou contratação de pessoal, ressalvadas as reposições de cargos de chefia e de direção que não acarretem aumento de despesa e aquelas decorrentes de vacâncias de cargos efetivos ou vitalícios; v) realização de concurso público, exceto para as reposições de vacâncias previstas no inciso IV; vi) criação ou majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios de qualquer natureza para todos os servidores públicos; vii) criação de despesa obrigatória; viii) adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação da inflação; ix) aumento no valor de benefícios de cunho indenizatórios destinados a qualquer membro de Poder; x) criação ou expansão de programas e linhas de financiamento, bem como remissão, renegociação ou refinanciamento de dívidas; xi) concessão ou ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária; e xii) concessão de revisão geral das remunerações dos servidores públicos.

Um ponto importante é que o texto aprovado propõe mecanismos para lidar com a situação de calamidade nacional, flexibilizando algumas regras fiscais e processos de contratação de pessoal, em caráter temporário e emergencial; e de obras, serviços e compras com o propósito de enfrentar tanto a calamidade em si quanto seus efeitos econômicos e sociais. Nesse aspecto, o substitutivo aprovado prevê a instituição de um Regime Extraordinário Fiscal (REF), muito similar ao criado pela EC nº 106/2020, que flexibiliza, em termos de regras fiscais constitucionais, apenas a observância da regra de ouro. Também afasta algumas regras infraconstitucionais, como as da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), art. 14 (que estabelece condições para concessão de benefícios tributários), art. 16 (que cria condições para expansão da ação governamental) e art. 17 (que estabelece condições de criação de despesa obrigatórias de caráter continuado); e ainda, quando existentes, regras e restrições para criação de despesas e benefícios tributários e creditícios, constantes na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) vigente, que possam criar algum constrangimento quando da criação de novas despesas e/ou benefícios tributários voltados a enfrentar a questão que motivou a decretação pelo Congresso Nacional da situação de calamidade nacional.

A flexibilização apenas da regra de ouro no REF ocorre porque as metas de resultado primário estipuladas pela LDO podem ser suspensas, nos termos previstos no art. 65 da LRF, pela decretação do estado de calamidade, e o teto dos gastos pode – em tese – ser afastado, utilizando o mecanismo de crédito extraordinário para custear as despesas que deverão ser efetuadas para enfrentar a situação de calamidade/pandemia. A decretação do estado de calamidade de âmbito nacional também aciona automaticamente os mesmos gatilhos e vedações previstos na EC nº 95/2016. Busca-se, assim, compensar parcialmente os gastos adicionais associados ao enfrentamento da calamidade por meio da desaceleração do crescimento das despesas obrigatórias.

Apesar de seu impacto fiscal relativamente limitado sobre as despesas do governo central no curto prazo, a EC nº 109/2021 propiciou significativa redução do risco fiscal da União nas relações com os entes subnacionais, ao revogar o § 4º do art. 101 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), referente à obrigação da União de conceder linha de crédito para que os estados, Distrito Federal e municípios façam o pagamento dos precatórios não quitados, nos prazos estabelecidos no ADCT.

O texto da EC nº 109/2021 prevê, ainda, que até seis meses após sua promulgação o presidente da República encaminhe ao Congresso Nacional proposta de redução gradual dos benefícios e incentivos de natureza tributária. No prazo de oito anos, as proposições legislativas correspondentes deveriam gerar uma queda do montante total desses benefícios de cerca de 2% do PIB. Contudo, o efeito concreto dessa determinação não está claro, dadas as dificuldades existentes para compor os interesses políticos envolvidos em uma proposta viável. Dificuldades, aliás, manifestadas no próprio texto da EC, que listou uma série de benefícios a serem excluídos da proposta de redução.

A EC nº 109/2021 traz dois dispositivos de desvinculação do *superavit* financeiro, um de efeito temporal limitado até 2023 e outro com efeito apenas durante a vigência da situação de calamidade pública de âmbito nacional. Ambos possuem ressalvas para limitar a desvinculação: de forma geral, são excluídos a seguridade social; os recursos destinados aos mínimos de saúde e educação; a Previdência Social; o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica (Fundeb); o Fundo de Amparo ao Trabalhador; e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); além de alguns fundos específicos. Os dispositivos propostos têm condições de liberar para gestão da dívida algo entre R\$ 180 bilhões a R\$ 260 bilhões, a depender do dispositivo acionado e da forma de aplicação, e a principal consequência é a redução da necessidade de o Tesouro Nacional ir a mercado vender títulos para financiar a dívida pública. A medida também facilita a execução orçamentária das fontes de recursos, ao permitir os remanejamentos de fontes hoje vedados. É uma medida importante, mas não abre espaço fiscal e não tem impacto na dívida do setor público.

No que se refere a estados, Distrito Federal e municípios, um avanço importante da EC nº 109/2021 é a definição de que as despesas com inativos e pensionistas deve ser computada nos limites de gastos de pessoal. Essa medida, apesar de simples, contribui para resolver uma das grandes dificuldades para o monitoramento e controle das finanças públicas subnacionais, referente à heterogeneidade das práticas contábeis adotadas por diferentes entes e ao longo do tempo. Além disso, a EC estabelece um conjunto de mecanismos de ajuste fiscal, a serem aplicados pelos entes subnacionais quando a razão entre despesas e receitas correntes ultrapassar o limiar de 95%. Esses mecanismos envolvem vedações semelhantes às previstas para a União, além da proibição de concessão de benefícios creditícios e tributários. Essas medidas de correção são facultativas, mas os entes que não as adotarem sofrem, como penalidade, a perda do aval da União nas operações de crédito (com exceções). Essa penalidade proporciona, evidentemente, algum incentivo para que as vedações citadas sejam implementadas, mas não garante sua adoção, inclusive porque uma parcela parte expressiva de estados não atende aos requisitos necessários para obter novos empréstimos.

De modo geral, avalia-se que a EC nº 109/2021 não deve contribuir de forma significativa para o ajuste das contas públicas no curto prazo, mas proporciona instrumentos e reforça princípios importantes para o equilíbrio fiscal em prazos mais longos – melhorando, assim, as perspectivas em termos de sustentabilidade fiscal. Um dos determinantes de seus impactos, porém, será a aprovação de leis complementares que regulamentem algumas das alterações constitucionais. Ao longo do tempo, o impacto final da EC nº 109/2021 sobre as contas públicas ficará mais claro.

4 Projeções de PIB e inflação para 2021 e 2022¹³



Conforme antecipado no último número da *Visão Geral da Carta de Conjuntura*, divulgado em 21 de dezembro,¹⁴ o ritmo de crescimento da atividade econômica desacelerou nos últimos três meses de 2020, com avanço de 3,2% sobre o período anterior, na comparação livre de efeitos sazonais. Esse resultado já era esperado e se explica, primeiro, pela alta base de comparação associada ao trimestre anterior, quando a economia avançou 7,7% na margem e, segundo, pelo início de redução das medidas fiscais de atenuação dos efeitos da crise sanitária. Com isso, o PIB encerrou o ano com uma queda de 4,1%, resultado levemente acima da previsão da Dimac/Ipea (-4,3%).

Em relação a 2021, o cenário de curto prazo para a economia brasileira vem sofrendo deterioração desde dezembro último, principalmente em virtude do recrudescimento da crise sanitária da Covid-19, culminando no quadro atual de forte pressão sobre o sistema de saúde. Com isso, um novo endurecimento nas medidas de isolamento social por parte dos governos estaduais e municipais tem sido disseminado pela maioria dos estados do país. Espera-se que essas medidas contribuam para conter a disseminação do vírus enquanto se aguarda o avanço do processo de vacinação – ajudando, assim, a proteger a saúde e a vida dos brasileiros.

Contudo, no curto prazo, essas medidas devem ter impacto negativo no nível de atividade. Além disso, as incertezas quanto à capacidade de se promoverem os ajustes nas contas públicas necessários para uma trajetória fiscal equilibrada têm impactado adversamente a confiança de investidores e consumidores. Outro fator de risco para a dinâmica da economia diz respeito à aceleração inflacionária, fato que obrigou a autoridade monetária a iniciar um ciclo de aumento das taxas de juros. Além da alta nos preços administrados, acima do esperado no início de 2021, os itens alimentos e bens industriais seguem pressionados, tanto pela trajetória altista do preço das *commodities* nos mercados internacionais, quanto pela escassez de matérias-primas em alguns setores. Por fim, esse quadro tem sido agravado pelo aumento nos juros internacionais, contribuindo para condições financeiras mais apertadas e para a desvalorização do real. Entretanto, as altas de preços de *commodities* podem beneficiar a economia brasileira, que é grande exportadora de *commodities* agrícolas e minerais, por meio dos mecanismos de transmissão discutidos no box 2 neste texto.

Nesse contexto, a previsão da Dimac/Ipea para o PIB de 2021 é de um crescimento de 3%, conforme mostra a tabela 2. Em virtude da recuperação verificada ao longo do segundo semestre do ano passado, o PIB inicia o ano com um carregamento estatístico de 3,6% para 2021. Após um primeiro bimestre em que os indicadores ainda apontavam algum crescimento, a economia volta a registrar um aumento dos níveis de incerteza, contaminando negativamente as expectativas dos agentes, o que

¹³ Esta seção contou com a colaboração de Marcelo L. de Moraes, Pedro M. Garcia, Carolina Ripoli e Ana Cecília Kreter, assistentes de pesquisa da Dimac/Ipea; Francisco Santos e Ajax B. Moreira, técnicos de planejamento e pesquisa da Dimac/Ipea; e Fabio Servo, especialista em políticas públicas e gestão governamental na Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura (Diset) do Ipea.

¹⁴ Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/12/visao-geral-da-conjuntura-9/>>.

já pode ser visto com mais intensidade em alguns indicadores para o mês de março. Sendo assim, projetamos um recuo de 0,5% do PIB no primeiro trimestre, na comparação com ajuste sazonal. Ainda que uma nova rodada de medidas fiscais de combate aos efeitos da pandemia esteja programada para iniciar em abril, o impacto negativo sobre a atividade econômica tende a prevalecer no primeiro semestre, ainda que em magnitude menor do que a verificada no ano passado. No segundo semestre, o cenário considerado para as nossas projeções é que a cobertura vacinal contra a Covid-19 esteja avançada e permita a retomada do crescimento devido ao aumento da confiança dos consumidores e empresários e à redução de medidas de isolamento social.

TABELA 2

Projeções: taxas de crescimento do PIB e de seus componentes

(Em %)

	2019	2020	2020-T3	2020-T4	2021-T1		2021	2022
			Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Anterior dessazonalizado		
PIB	1,4	-4,1	-3,9	-1,1	-0,4	-0,5	3,0	2,8
Agropecuária	0,6	2,0	0,4	-0,4	6,5	6,9	2,2	2,0
Indústria	0,4	-3,5	-0,9	1,2	1,6	-0,5	3,7	2,5
Serviços	1,7	-4,5	-4,8	-2,2	-2,2	-0,8	2,8	3,0
Consumo das famílias	2,2	-5,5	-6,0	-3,0	-2,9	-1,3	2,7	2,7
Consumo do governo	-0,4	-4,7	-5,3	-4,1	-3,7	0,4	2,0	2,0
FBCF	3,4	-0,8	-7,8	13,5	5,6	0,4	5,8	4,6
Exportações de bens e serviços	-2,4	-1,8	-1,1	-4,3	-1,4	2,8	3,6	4,8
Importações de bens e serviços	1,1	-10,0	-25,0	-3,1	-1,8	1,3	5,2	5,3

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Pela ótica da produção, o recente endurecimento nas medidas de contenção da mobilidade social deverá ser mais sentido no setor de serviços, cujas atividades são mais dependentes do contato presencial com os consumidores. Embora de forma mais lenta do que o esperado no final do ano passado, conforme a vacinação avance e as regras de isolamento sejam gradualmente retiradas, a expectativa é de que o setor serviços volte a ganhar tração no segundo semestre, encerrando 2021 com alta de 2,8%.

Já a indústria inicia o ano com um *carry-over* de 4,9% para o resultado acumulado de 2021. Entre os fatores negativos, espera-se um impulso menor vindo da demanda doméstica neste ano, explicado pela redução do montante de recursos do Auxílio Emergencial, pela piora da crise sanitária e pelas perspectivas de baixo crescimento das indústrias extrativas. Embora a indústria de transformação combine estoques reduzidos e nível de utilização de capacidade elevado, o que pode sustentar algum aumento de produção e investimentos, o setor manufatureiro enfrenta um cenário interno e externo de escassez e encarecimento de insumos. Entre os fatores positivos, destacamos a recuperação esperada para o comércio mundial, juntamente com o aumento dos preços de *commodities*. Com isso, o PIB da indústria deve fechar o ano de 2021 com expansão de 3,7%.

O PIB do setor agropecuário tem projeção de crescimento de 2,2% em 2021, com altas no valor adicionado das produções vegetal e animal.¹⁵ Para a produção vegetal, projetamos um crescimento de 2,3% no ano, impulsionado por nova safra recorde de soja. No que se refere à produção animal, projetamos um crescimento de 1,9% no ano, que deve ocorrer de maneira disseminada entre os segmentos. A maior contribuição para o PIB total deve acontecer no primeiro trimestre, com alta de 6,9% na margem, explicada em grande medida pelo crescimento expressivo da produção de soja, 7,3% (de acordo com o IBGE).

Pela ótica da despesa, com retração estimada de 1,3% no primeiro trimestre, o consumo das famílias deve apresentar ritmo lento nos primeiros seis meses de 2021, acelerando ao longo do segundo semestre. Com isso, encerraria o ano com crescimento de 2,7%. Já a demanda por investimentos crescerá 5,8% em 2021. Após registrar um crescimento de 20% no último trimestre do ano passado, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) herdou um *carry-over* de impressionantes 14,8% para 2021, o que explica uma boa parte dessa previsão. Por fim, as exportações também devem contribuir positivamente para o resultado do PIB em 2021, crescendo 3,6%. Com uma taxa de câmbio R\$/US\$ projetada em 5,3 ao final do ano, os setores exportadores deverão se beneficiar da recuperação da demanda mundial e do preço de *commodities*.

Para 2022, a Dimac/Ipea projeta um aumento de 2,8% para o PIB. Embora esse resultado seja inferior ao previsto para 2021, o cenário caracteriza-se pela manutenção, ao longo de 2022, da retomada da atividade esperada para o segundo semestre deste ano. As hipóteses cruciais desse cenário são que as questões associadas à pandemia já estejam sob controle e que seja possível conter as atuais incertezas fiscais. No entanto, diferentemente do que acontece neste ano, o esforço de crescimento em 2022 seria maior, na medida em que a trajetória prevista para o PIB em 2021 deixaria um efeito *carry-over* de apenas 1%.

Diante das surpresas inflacionárias no início do ano, especialmente em relação aos preços administrados, e levando-se em conta um conjunto de novas informações disponíveis, o Grupo de Conjuntura da Dimac revisou suas previsões para o IPCA – condicionais aos cenários para juros e câmbio da tabela 3 – em 2021, cuja taxa de variação avançou de 3,7% para 4,6% (ver tabela 4). À exceção dos serviços livres, exceto educação, cuja expectativa inflacionária manteve-se em 3,6%, todos os segmentos foram revistos para cima. Em relação a 2022, esperamos que o IPCA desacelere para 3,4%.

No caso dos alimentos, mesmo diante de uma projeção de aumento de 2,3% para a produção vegetal e de 1,9% para produção animal,¹⁶ a previsão de inflação desse segmento avançou de 4,4% para 5,0%. Essa revisão foi influenciada não apenas pela trajetória observada e esperada para a taxa de câmbio, mas também pelas estimativas de aumento de preços de carne e leite, dado o recente período de seca

¹⁵ Uma análise detalhada das projeções para o setor está disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/03/projecao-do-valor-adicionado-do-setor-agropecuario-para-2021/>>.

¹⁶ Para mais informações, ver *Nota de Conjuntura* nº 24, disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/03/projecao-do-valor-adicionado-do-setor-agropecuario-para-2021/>>.

verificado nas principais regiões produtoras brasileiras. Assim como os alimentos, os demais bens livres também devem sofrer uma pressão altista maior por conta do câmbio, além da continuada aceleração dos preços das matérias-primas no mercado internacional, de modo que a estimativa de inflação deste segmento passou de 3,0% para 3,8%. No caso da educação, o aumento da previsão de 2,5% para 3,8% deu-se em razão de uma alta nos reajustes das mensalidades escolares de 3,1% em fevereiro, acima do esperado anteriormente.

TABELA 3

Cenários para juros e câmbio

	Observado		Previsto	
	2019	2020	2021	2022
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	4,50	2,00	5,00	6,00
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	4,03	5,20	5,30	5,25

Fonte: BCB e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 4

IPCA: projeção de inflação para 2021

(Em %)

	Peso	Previsão Anterior		Previsão Revisada	
		Taxa de variação	Contribuição para o IPCA	Taxa de variação	Contribuição para o IPCA
Alimentos no domicílio	13,7	4,4	0,6	5,0	0,7
Bens livres (exceto alimentos)	23,1	3,0	0,7	3,8	0,9
Serviços (exceto educação)	32,5	3,6	1,2	3,6	1,2
Educação	4,7	2,5	0,1	3,8	0,2
Monitorados	26	4,4	1,1	6,4	1,7
IPCA	100		3,7		4,6

Fonte: Ipea.

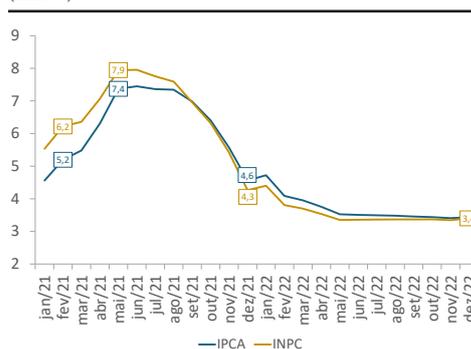
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em relação aos preços administrados, o aumento da previsão de 4,4% para 6,4% é decorrente de uma revisão de praticamente todos os segmentos que compõem esse conjunto de preços. Por certo, mesmo diante do segundo anúncio feito pela Petrobras de redução do preço da gasolina, em março, essa queda não será suficiente para compensar os reajustes autorizados anteriormente. Ademais, as projeções futuras do barril de petróleo ainda seguem em patamar elevado, próximo a US\$ 65, sugerindo que um crescimento maior que o previsto da demanda mundial pode se tornar um foco de pressão adicional em 2021. A alta recente dos combustíveis também originou a revisão dos reajustes das tarifas de ônibus urbano para este ano, cujas estimativas já consideravam certa pressão dos empresários por uma recomposição de preços, abrangendo, além dos aumentos não autorizados em 2020, também a queda no fluxo de passageiros por conta da pandemia. De modo semelhante, foram revistas para cima as expectativas para os aumentos da energia elétrica e medicamentos.

GRÁFICO 11

IPCA e INPC: projeções de variação acumulada em doze meses

(Em %)



Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Seguindo as mesmas premissas utilizadas para o IPCA, o Grupo de Conjuntura também revisou as previsões de inflação medidas pelo INPC, cuja variação esperada para 2021 passou de 3,0% para 4,3%. Para 2022, os modelos de previsão indicam desaceleração da inflação, tendo em vista que a variação estimada tanto para o IPCA quanto para o INPC é de 3,4%.

TABELA 5
INPC: projeção de inflação para 2021
 (Em %)

	Peso	Previsão Anterior		Previsão Revisada	
		Taxa de variação	Contribuição para o INPC	Taxa de variação	Contribuição para o INPC
Alimentos no domicílio	22	3,9	0,9	5,2	1,1
Bens livres (exceto alimentos)	24	1,4	0,3	2,5	0,6
Serviços (exceto educação)	25	2,0	0,5	3,0	0,8
Educação	3	1,0	0,0	1,0	0,0
Monitorados	26	4,8	1,2	6,8	1,8
INPC	100		3,0		4,3

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

Referências

ALVES, R. S.; ROCHA, F. F.; GOBETTI, S. W. Multiplicadores fiscais dependentes do ciclo econômico: o que é possível dizer para o Brasil? **Estudos Econômicos**, v. 49, n. 4, p. 635-660, dez. 2019.

BENGURIA, F.; SAFFIE, F.; URZÚA, S. **The transmission of commodity price super-cycles**. Cambridge, Massachusetts: NBER, 2018. (NBER Working Papers, n. 24560).

DRECHSEL, T.; TENREYRO, S. Commodity booms and busts in emerging economies. **Journal of International Economics**, v. 112, p. 200-218, 2018.

FARIAS, L.; SILVA, M. E. A. da. **Commodity prices and business cycles in small open economies: the role of news shocks**. Recife: UFPE, 2017. (Working Paper).

FERNÁNDEZ, A.; GONZÁLEZ, A.; RODRÍGUEZ, D. Sharing a ride on the commodities roller coaster: common factors in business cycles of emerging economies. **Journal of International Economics**, v. 111, p. 99-121, 2018.

FORNERO, J.; KIRCHNER, M.; YANY, A. **Terms of trade shocks and investment in commodity exporting economies**. Santiago: Central Bank of Chile, 2016. (Working Paper, n. 773).

GOTTLIEB, J.; GOLDFAJN, I. Qual foi o impacto do cenário externo sobre o crescimento do Brasil entre 2004 e 2008? **Itaú BBA**, 2014.

JORDÀ, O. Estimation and inference of impulse responses by local projections. **American Economic Review**, v. 95, n. 1, p. 161-182, 2005.

MEDINA, L. The effects of commodity price shocks on fiscal aggregates in Latin

America. **IMF Economic Review**, v. 64, n. 3, p. 502-525, 2016.

MOUNTFORD, A.; UHLIG, H. What are the effects of fiscal policy shocks? **Journal of Applied Econometrics**, v. 24, n. 6, p. 960-992, 2009.

RAMEY, V. A.; ZUBAIRY, S. **Are government spending multipliers state dependent?** Evidence from Canadian historical data. Cambridge, Massachusetts: NBER, Dec. 2015. (NBER Working Paper).

SHOUSHA, S. **Macroeconomic effects of commodity booms and busts: the role of financial frictions.** [s.l.]: [s.n.], 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminarios/2016_XVIII_SemAnualMetasInfBCB/SMETASXVIII-%20Samer%20Shousha.pdf>.

SIMS, C.; UHLIG, H. Understanding unit rooters: a helicopter tour. **Econometrica**, v. 59, n. 6, p. 1591-1599, 1991.

ZEEV, N. B.; PAPP, E.; VICONDO, A. Emerging economies business cycles: the role of commodity terms of trade news. **Journal of International Economics**, v. 108, p. 368-376, 2017.



Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

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



Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

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

Equipe de Assistentes:

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

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

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