

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

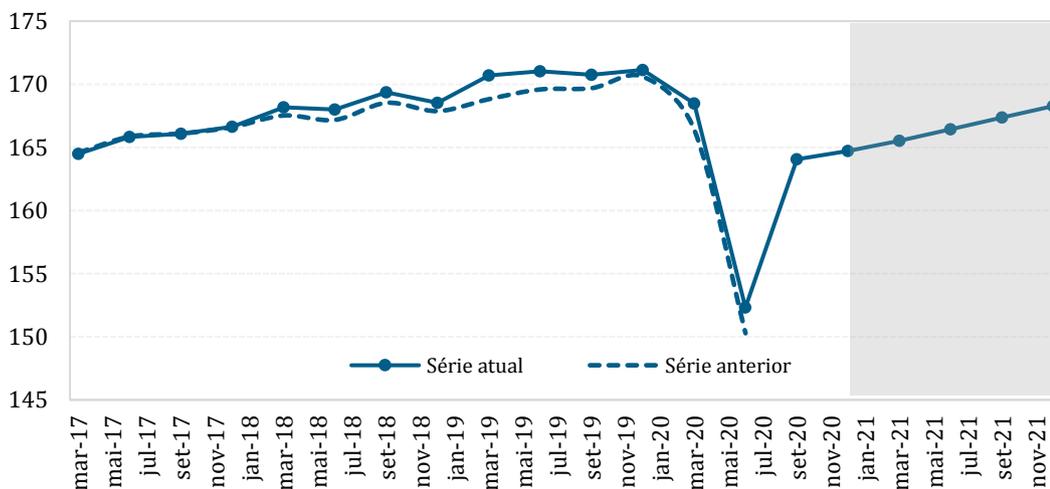
1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica: análise do resultado do PIB do terceiro trimestre de 2020

Revisão das séries históricas trouxe alterações nas taxas de crescimento de 2018 e 2019. Como normalmente ocorre nas divulgações do terceiro trimestre, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) revisou as séries históricas do PIB ao incorporar o resultado definitivo das Contas Nacionais de 2018 e atualizar suas fontes de dados primários, o que afetou a variação de 2019. Em termos práticos, é válido deixar registrado que a taxa de crescimento real do PIB em 2018 passou de 1,3% para 1,8%, enquanto a de 2019 foi ajustada de 1,1% para 1,4%.

Queda acumulada no primeiro semestre de 2020 passou de -11,9% para -11,0%. O Gráfico 1 representa o número-índice com base de comparação em 1995 (média de 1995 = 100) do PIB a preços constantes e compara a série atual do PIB com ajuste sazonal (linha cheia) com a anterior (pontilhada). É possível perceber que não houve alteração na dinâmica da atividade econômica, o que ocorreu foi um leve deslocamento de nível da produção agregada desde o início de 2018. Além de variações mais positivas em 2018 e 2019, o desempenho da economia ao longo de 2020 mostrou-se ligeiramente superior ao inicialmente apresentado pelo IBGE. As variações no primeiro e segundo trimestres de 2020 (considerando a série com ajuste sazonal) passaram de -2,5% e -9,7% para -1,5% e -9,6%, o que equivale dizer que a contração acumulada do PIB, em volume, no primeiro semestre, passou de -11,9% (na série anterior) para -11,0%. Considerando-se as projeções da IFI para o PIB de 2020 (-5,0%), 2021 (2,8%) e 2022 (2,6%), a série voltaria ao nível pré-pandemia em meados de 2022.

GRÁFICO 1. PIB: série histórica atual e anterior (média 1995 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Expansão observada no terceiro trimestre não foi suficiente para levar o PIB de volta ao nível pré-pandemia. A taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do terceiro trimestre de 2020 acelerou para 7,7% (de -9,6% no trimestre anterior, considerando a série com ajuste sazonal), devolvendo uma parte da queda acumulada no primeiro semestre (-11%), provocada pela pandemia. Este resultado correspondeu a uma contração de 3,9% sobre o terceiro trimestre de 2019 e de 3,4% na comparação de quatro trimestres (Tabela 1).

TABELA 1. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB

	Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação em 4 trimestres		
	2020.I	2020.II	2020.III	2020.I	2020.II	2020.III	2020.I	2020.II	2020.III
PIB	-1,5%	-9,6%	7,7%	-0,3%	-10,9%	-3,9%	1,0%	-2,1%	-3,4%
Ótica da demanda									
Consumo das famílias	-2,0%	-11,3%	7,6%	-0,7%	-12,2%	-6,0%	1,5%	-2,1%	-4,1%
Consumo do governo	-0,5%	-7,7%	3,5%	-0,8%	-8,5%	-5,3%	-0,6%	-2,6%	-3,7%
Formação bruta de capital fixo	2,4%	-16,5%	11,0%	6,0%	-13,9%	-7,8%	4,2%	-0,9%	-4,0%
Exportações	-1,9%	1,6%	-2,1%	-2,4%	0,7%	-1,1%	-2,5%	-2,5%	-1,9%
Importações	-0,5%	-12,4%	-9,6%	5,2%	-14,6%	-25,0%	3,1%	-1,6%	-9,0%
Ótica da oferta									
Agropecuária	2,9%	-0,2%	-0,5%	4,0%	2,5%	0,4%	1,6%	1,9%	1,8%
Indústria	-0,9%	-13,0%	14,8%	-0,3%	-14,1%	-0,9%	0,5%	-3,2%	-3,5%
Serviços	-1,5%	-9,4%	6,3%	-0,7%	-10,2%	-4,8%	1,0%	-1,9%	-3,5%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

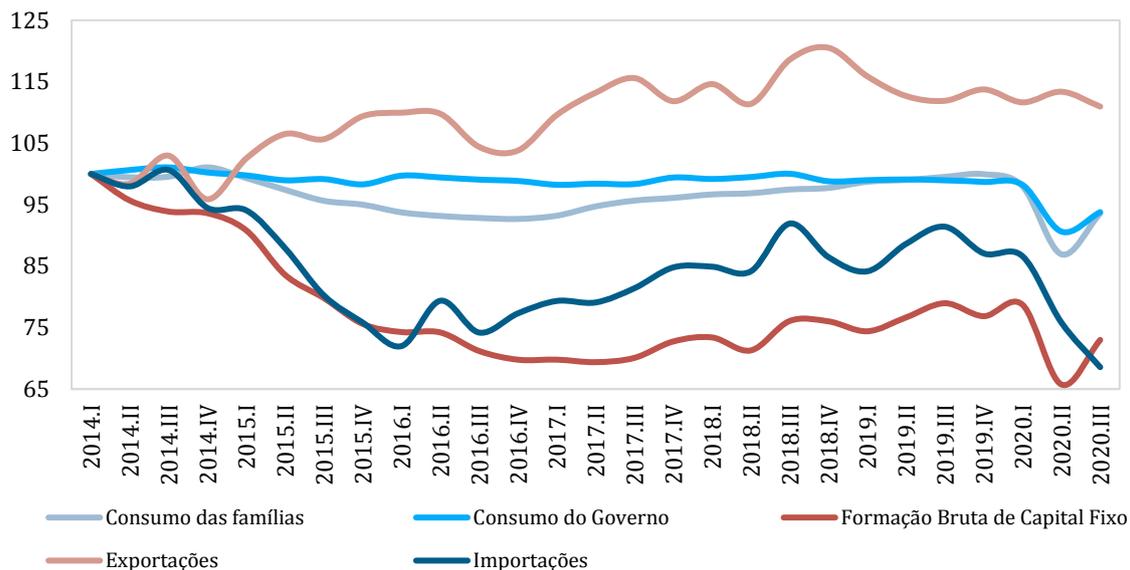
Indústria e comércio retornaram ao patamar do início do ano. Pelo lado da oferta, conforme a Tabela 1, o setor industrial (influenciado, principalmente, pela indústria de transformação) teve protagonismo no desempenho da atividade econômica do terceiro trimestre em relação ao imediatamente anterior. O crescimento, de 14,8%, mais do que compensou a contração acumulada no primeiro semestre (-13,8%). Já a expansão mais branda do setor de serviços (6,3% após ter diminuído 10,8% no primeiro semestre) foi liderada pelo avanço no segmento de comércio (15,9% x -14,6%) que, como a indústria, retornou ao patamar do início do ano. O setor de serviços agrega diversos subsetores afetados pela pandemia, com destaque para transporte, armazenagem e correio (12,5% x -20,6%) e outras atividades de serviços (7,8% x -21,1%).

A melhora do desempenho da atividade econômica após o choque negativo de março e abril, causado pela pandemia, pode ser explicada pelo efeito da flexibilização das medidas de isolamento social, do impulso gerado pela reabertura das atividades produtivas e do impacto sobre a demanda das políticas de compensação de renda. O risco para 2021 continua presente, uma vez que a evolução da doença e o ritmo da compra de vacinas e da imunização da população ainda é incerto.

Consumos das famílias e do governo e investimentos também cresceram, mas não recuperaram as perdas acumuladas no primeiro semestre. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias, as despesas do governo e a formação bruta de capital fixo registraram, nessa ordem, variações de 7,6%, 3,5% e 11,0% comparativamente ao trimestre imediatamente anterior. A variação acumulada no primeiro semestre para cada uma das rubricas havia sido de: -13,0%, -8,2% e -14,5%. As exportações e as importações, por sua vez, seguiram em queda, recuando 2,1% (contra variação acumulada de -0,3% no primeiro semestre) e 9,6% (contra -12,9%), respectivamente. O Gráfico 2 exibe as séries em número-índice - com base de comparação no primeiro trimestre de 2014 (primeiro trimestre de 2014 = 100) - de cada um dos componentes do PIB pelo lado da demanda.

GRÁFICO 2. COMPONENTES DO PIB PELA ÓTICA DA DEMANDA

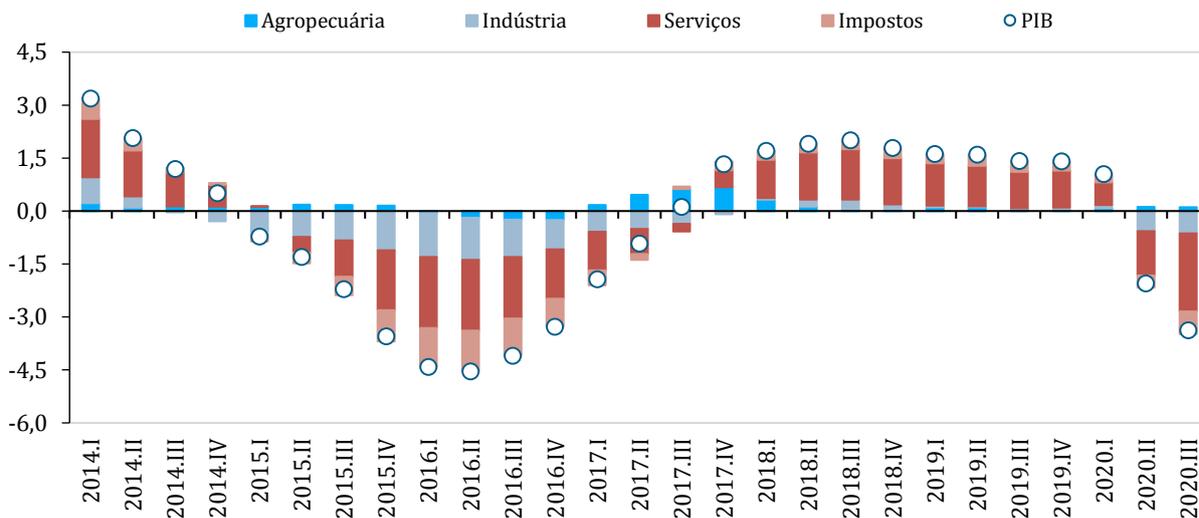
1ºT 2014 = 100 - séries dessazonalizadas



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

PIB registrou variação de -3,4% no acumulado em quatro trimestres. Considerando-se a variação acumulada nos quatro trimestres, a principal influência negativa sobre o PIB veio do setor de serviços (taxa acumulada de -3,5% e contribuição de -2,2 p.p. para a variação do PIB), seguida pela indústria (-3,5% e -0,6 p.p.). A contribuição do setor agropecuário para a variação acumulada do PIB foi praticamente neutra (1,8% e 0,1 p.p.). O Gráfico 3 contém a evolução das contribuições dos segmentos que compõem o PIB pela ótica da oferta desde 2014.

GRÁFICO 3 . CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA O CRESCIMENTO DO PIB ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A absorção interna¹, composta pelas despesas de consumo das famílias (-2,5 p.p.) e do governo (-0,8 p.p.), pela formação bruta de capital fixo (-0,6 p.p.) e pela variação de estoques² (-0,5 p.p.) contribuiu com -4,3 p.p. para a variação acumulada do PIB em quatro trimestres (de -3,4%). A demanda externa (exportações líquidas), por outro lado, exerceu influência positiva, adicionando 1,0 p.p. ao PIB. Isso porque enquanto as exportações recuaram 1,9%, as importações apresentaram redução mais expressiva (-9,0%). O efeito da taxa de câmbio mais desvalorizada explica essa reação da demanda externa.

A Tabela 2 exhibe as contribuições de cada componente da demanda agregada na taxa acumulada em quatro trimestres do PIB desde o último trimestre de 2018.

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

	2018.IV	2019.I	2019.II	2019.III	2019.IV	2020.I	2020.II	2020.III
Absorção interna	2,3	2,0	1,9	1,4	1,9	1,9	-2,0	-4,3
Consumo das famílias	1,5	1,3	1,3	1,3	1,4	0,9	-1,3	-2,5
Consumo do governo	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,8
Formação Bruta de Capital Fixo	0,8	0,8	0,9	0,7	0,5	0,7	-0,1	-0,6
Variação de estoques	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,1	0,3	0,0	-0,5
Exportações líquidas	-0,5	-0,4	-0,3	0,0	-0,5	-0,8	-0,1	1,0

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Carry-over para 2020 e 2021 ficou em -5,1% e 1,1%, nessa ordem. O dado do terceiro trimestre deixou um *carry-over* negativo em 5,1% para 2020 e positivo de 1,1% para 2021. Isso significa que, caso a atividade econômica permanecesse estagnada, no mesmo patamar do terceiro trimestre de 2020, ao longo de 2021, o PIB encerraria o próximo ano com alta de 1,1%. A revisão para cima nas variações do primeiro semestre, além da expansão que se observa nos indicadores de atividade de alta frequência no último período do ano, colocou um viés de alta nas projeções de crescimento da IFI para 2020 e 2021 (atualmente em -5,0% e 2,8%) - tendência que é indicada pelas previsões coletadas no Boletim Focus.

A Tabela 3 traz os últimos resultados de alguns indicadores econômicos relevantes para antecipar o desempenho do PIB no curtíssimo prazo, como a produção industrial (PIM), as vendas do comércio varejista (PMC) e o índice de volume do setor de serviços (PMS). Além de expansões observadas em outubro, vale registrar que o *carry-over* deixado para o quarto trimestre é positivo, sugerindo novo crescimento do PIB no último período do ano (ainda que em menor magnitude que o resultado do terceiro trimestre).

TABELA 3. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Último resultado	Carry-over para o 4º trimestre
Índice de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br)	1,3% (set/2020)	1,3%
Índice de produção industrial (PIM-PF)	1,1% (out/2020)	4,1%
Índice de vendas do comércio varejista ampliado (PMC)	2,1% (out/2020)	4,2%
Índice de volume de serviços (PMS)	1,7% (out/2020)	4,1%

Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

Crescimento de 2021 é explicado pela fraca base de comparação do ano anterior, mas risco segue presente. Após a divulgação do resultado do PIB do terceiro trimestre, a mediana das projeções de mercado obtida no Sistema de

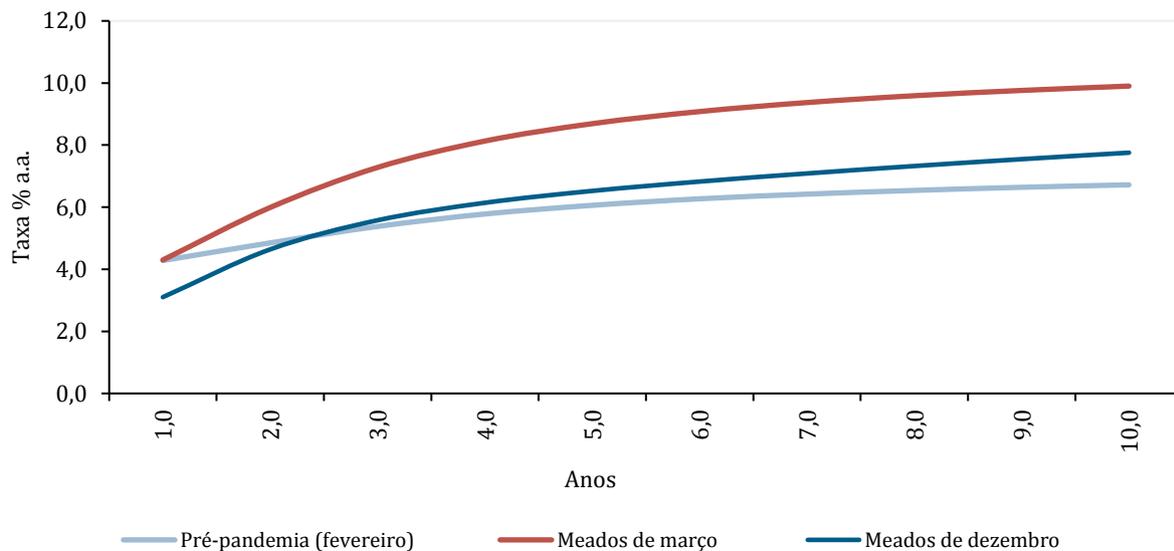
¹ O PIB pela ótica da demanda pode ser separado em duas partes: a absorção interna e as exportações líquidas (exportações menos importações), também chamadas de absorção externa. A absorção interna representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento. Se a absorção doméstica supera o que é produzido no país e esse país absorve mais do que produz, as exportações líquidas são negativas. Caso a absorção desse país seja inferior à sua produção, o país é exportador líquido.

² A variação de estoques (ou o investimento em estoques) corresponde à variação líquida nos estoques de bens finais e matérias-primas utilizadas no processo de produção. A rubrica é usada como elemento de equilíbrio de oferta e demanda de bens e serviços.

Expectativas de Mercado (Boletim Focus do Banco Central), vale registrar, passou de -4,5% para -4,4%. Para 2021, a projeção de mercado encontra-se em 3,5% – crescimento explicado, quase integralmente, pela questão estatística da reduzida base de comparação do ano anterior.

O avanço recente do contágio pelo coronavírus, o aumento das internações e do número de óbitos – além do tempo incerto para que as vacinas cheguem à população – mantêm elevado o grau de incerteza em relação ao desempenho da economia no próximo ano. Em paralelo, a dúvida quanto à evolução da demanda interna após a retirada dos estímulos fiscais, em um quadro de deterioração do mercado de trabalho e aperto das condições financeiras, visto, por exemplo, na inclinação da curva de juros de longo prazo (Gráfico 4), limita a perspectiva de crescimento ao longo de 2021.

GRÁFICO 4. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

