

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

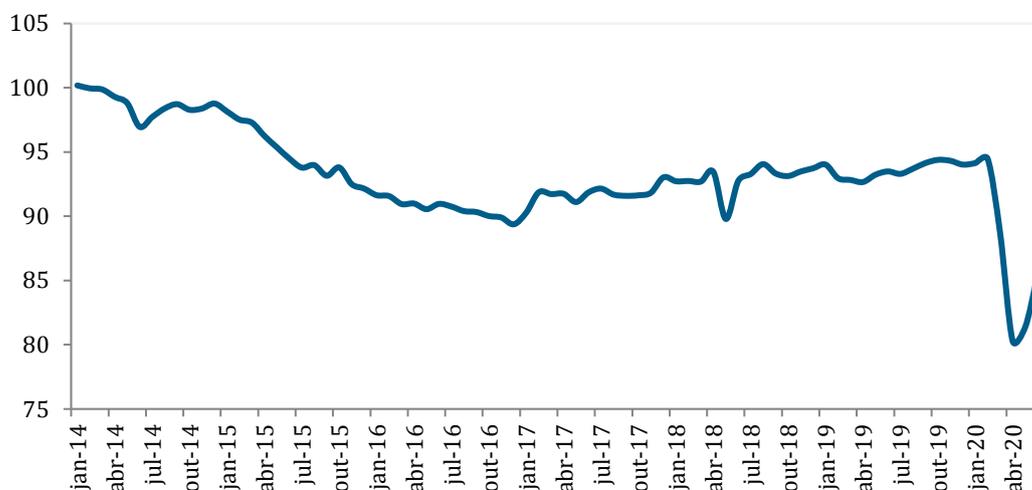
## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

### 1.1 Indicadores de atividade econômica e mercado de trabalho

**IBC-Br avança 4,9% entre maio e junho.** O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) registrou alta recorde de 4,9%, em maio, na comparação com o mês anterior, em termos dessazonalizados. Entre março e abril, o índice havia apresentado variação de 1,3%. No trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, no entanto, o indicador registrou queda de 10,9%. Embora a atividade econômica tenha crescido em maio e junho, a forte retração em abril (-9,4%) foi determinante para o desempenho negativo no trimestre. Nas comparações com o mesmo período de 2019, o IBC-Br registrou variações de -7,1% em junho e -12,0% no segundo trimestre, acumulando variação de -2,5% em doze meses (Gráfico 1).

**Resultado positivo de junho deixou um *carry over* de +3,7% para o terceiro trimestre de 2020.** Isto é, caso o IBC-Br registre variação nula em julho, agosto e setembro, a atividade econômica apresentaria crescimento de 3,7% no terceiro trimestre em relação ao período imediatamente anterior. Dados mais recentes, como as sondagens de empresários e consumidores, mostram a continuidade do processo de recuperação da economia em julho.

GRÁFICO 1. IBC-BR (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)

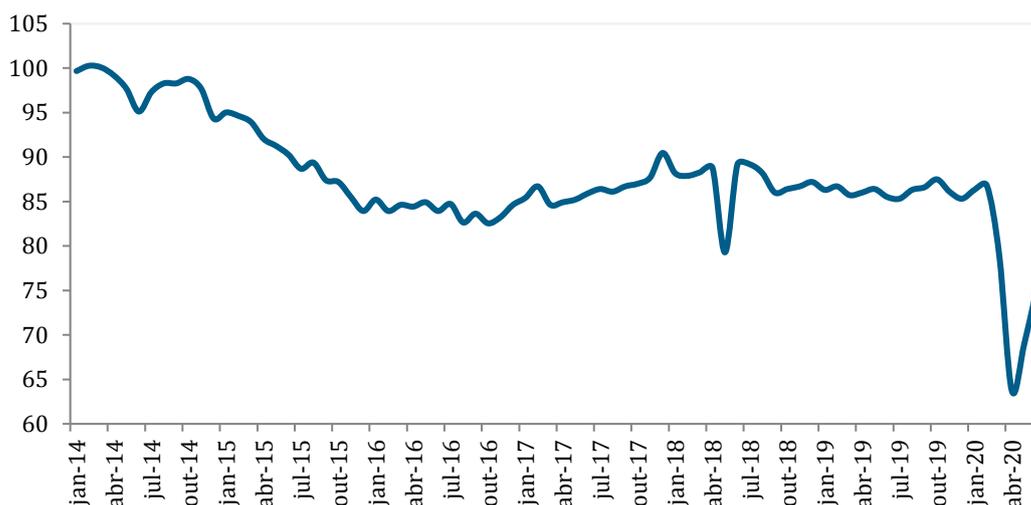


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

**Produção industrial avança 8,9% entre maio e junho, deixando *carry over* de +8,4% para o terceiro trimestre de 2020.** Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), divulgada pelo IBGE, a produção da indústria geral cresceu 8,9% em junho na comparação com maio (quando havia registrado elevação de 8,2%) na série com ajuste sazonal. O avanço da atividade industrial na passagem de maio para junho foi generalizado, abrangendo todas as grandes categorias econômicas: bens de capital (13,1%), bens intermediários (4,9%), bens de consumo duráveis (8,2%) e bens de consumo não duráveis (6,4%). Mas no trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, o indicador registrou queda de 17,5%. Nas comparações com o mesmo período de 2019, a produção industrial registrou variações de -9,0% em junho e -19,4% no segundo trimestre, acumulando variação de -5,6% em doze meses.

Como se observa no Gráfico 2, as taxas de expansão verificadas em maio (8,2%) e junho (8,9%) eliminaram uma boa parte da perda acumulada em março e abril (de -26,6%), mas o nível de produção atual é ainda 13,5% mais baixo que o observado em fevereiro (pré-crise). Vale destacar, de toda forma, que o resultado positivo de junho deixou um *carry over* de 8,4% para o terceiro trimestre de 2020.

**GRÁFICO 2. PRODUÇÃO INDUSTRIAL (SÉRIES DESSAZONALIZADAS - 1ºT 2014 = 100)**



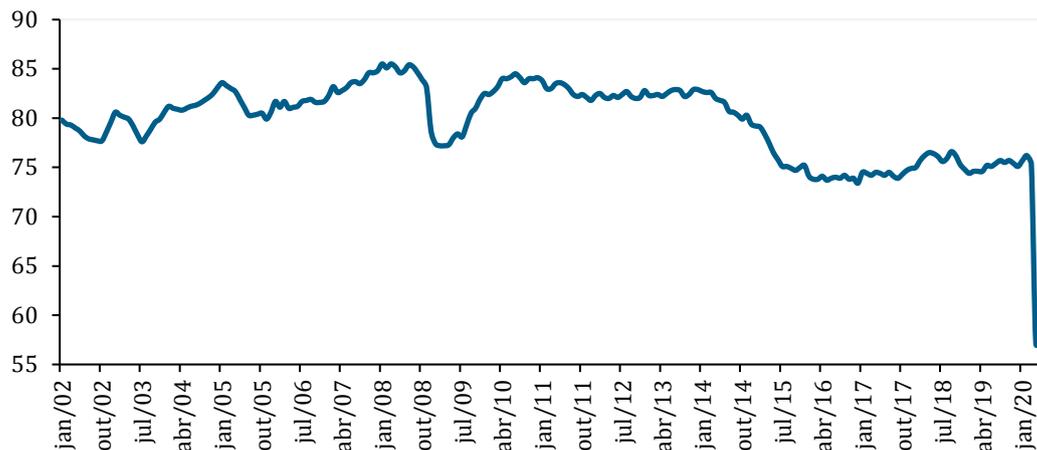
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

**Outros indicadores que possuem aderência com a produção industrial mantiveram trajetória de recuperação em julho.** O fluxo de veículos pesados em estradas com pedágios, divulgado pela Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR) subiu 5,3% em julho na comparação com junho (quando havia registrado elevação de 8,8%), considerando a série com ajuste sazonal. Na comparação com julho de 2019, observou-se variação de -0,1%. Segundo dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção nacional de veículos recuou 36,2% na comparação com julho de 2019, após queda de 57,8% em junho. Na comparação com o mês anterior (na série com ajuste sazonal), há uma dinâmica de recuperação em curso desde maio, após a paralisação (queda de 99%) ocorrida em abril.

**Confiança industrial e Nuci também mostraram expansão adicional no mês de julho.** O Índice de Confiança da Indústria de Transformação (ICI), divulgado na Sondagem da Indústria de Transformação da Fundação Getúlio Vargas (FGV), apresentou alta de 12,2 pontos, passando de 77,6 pontos para 89,8 pontos entre junho e julho. No mês anterior, a elevação havia sido de 16,2 pontos. O desempenho do ICI refletiu o avanço de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) avançou 14,3 pontos, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) subiu 9,9 pontos na passagem de junho para julho.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação registrou alta de 5,7 pontos percentuais, ao passar de 66,6% em junho para 72,3%, segundo dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. O índice está apenas 3,9 p.p. abaixo do nível pré-crise (76,2% em fevereiro), mas ainda inferior à média histórica de 80%, o que sugere que a indústria nacional ainda opera com capacidade ociosa elevada, uma vez que o Nuci busca medir a relação entre o produto gerado em determinado setor e o produto potencial caso toda capacidade produtiva estivesse em uso.

GRÁFICO 3. NUCI DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO (%)



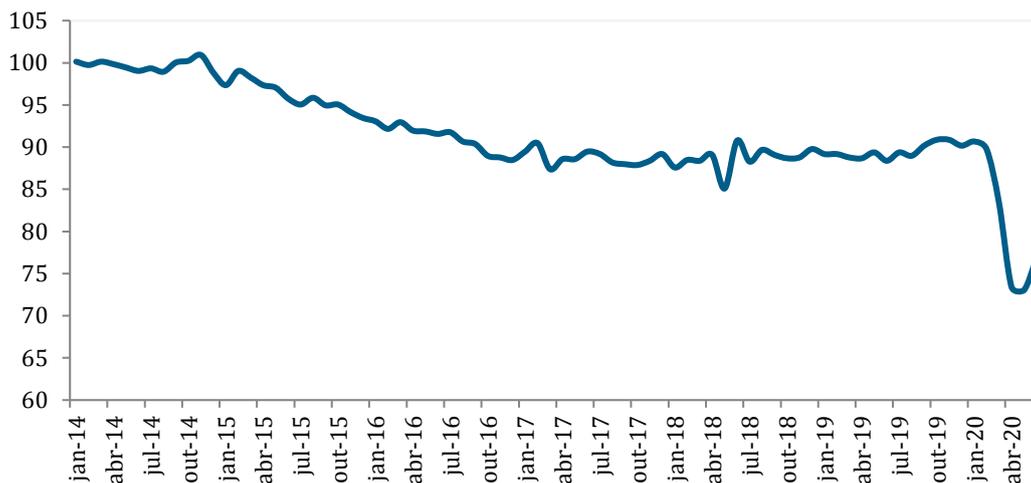
Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

**A receita real do setor de serviços avança em junho após ter acumulado perda de 19,5% entre fevereiro e maio. Carry over para o terceiro trimestre é positivo em 3,1%.** A receita real do setor de serviços – responsável por aproximadamente 70% no PIB – mostrou variação de 5,0% entre maio e junho (na série com ajuste sazonal), segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. Em junho, o indicador havia recuado 0,5% frente ao mês anterior. Na comparação mensal, na série dessazonalizada, o resultado agregado refletiu o avanço nos cinco segmentos da pesquisa: serviços prestados às famílias (14,2%), serviços de informação e comunicação (3,3%), serviços profissionais, administrativos e complementares (2,7%), transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (6,9%) e outros serviços (6,4%).

No trimestre finalizado em junho, relativamente aos três meses encerrados em março, de toda forma, o volume de vendas diminuiu 15,4%. As vendas diminuiram 12,0% na comparação anual, acumulando variação de -3,4% em doze meses. Quando analisada a variação acumulada em 12 meses, destaca-se que os segmentos de serviços prestados às famílias (-17,0%), em especial, e serviços profissionais, administrativos e complementares (-4,3%) e transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (-5,3%) apresentam variações abaixo da registrada pelo índice agregado.

Como se observa no Gráfico 4, o nível de vendas atual é 14,5% mais baixo que o observado em fevereiro (pré-crise) e a velocidade de recuperação tem ocorrido de forma mais lenta que os demais setores da economia (indústria e comércio), uma vez que diversas atividades do setor de serviços (como os serviços prestados às famílias) são mais afetadas pelo distanciamento social. O resultado positivo de junho, de todo modo, deixou um *carry over* de +3,1% para o terceiro trimestre de 2020.

**GRÁFICO 4. VOLUME DE SERVIÇOS (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

**Confiança do setor de serviços avançou em julho.** O Índice de Confiança de Serviços (ICS) da FGV passou de 71,7 pontos para 79,0 pontos entre junho e julho (acréscimo de 7,3 pontos na série dessazonalizada) – recuperando 62% da perda acumulada nos quatro primeiros meses do ano. A variação positiva do ICS acompanhou o desempenho de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) cresceu 7,5 pontos na passagem de junho para julho, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) subiu 7,0 pontos na mesma comparação.

**População ocupada diminuiu 10,7% no trimestre finalizado em junho em relação ao mesmo período do ano anterior.** O número de pessoas ocupadas passou de 93,3 milhões no trimestre encerrado em junho de 2019 para 83,3 milhões nos três meses finalizados em junho de 2020 (redução de 10 milhões de pessoas e variação de -10,7%). A Tabela 1 contém informações referentes à população ocupada, extraídas da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). Observa-se que o menor dinamismo do emprego na comparação com igual período do ano anterior ocorreu de forma generalizada entre as categorias, com exceção do setor público.

**TABELA 1. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO**

Indicadores de emprego	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Percentual em relação ao total de ocupados		
	jun/19	mai/20	jun/20	jun/19	mai/20	jun/20	jun/19	mai/20	jun/20
<b>População ocupada</b>	<b>93.342</b>	<b>85.936</b>	<b>83.347</b>	<b>2,6%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-10,7%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Setor privado</b>	<b>44.713</b>	<b>40.321</b>	<b>38.793</b>	<b>2,3%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>47,9%</b>	<b>46,9%</b>	<b>46,5%</b>
Com carteira assinada	33.213	31.103	30.154	1,4%	-6,4%	-9,2%	35,6%	36,2%	36,2%
Sem carteira assinada	11.500	9.218	8.639	5,2%	-19,0%	-24,9%	12,3%	10,7%	10,4%
<b>Trabalhador doméstico</b>	<b>6.254</b>	<b>5.033</b>	<b>4.714</b>	<b>0,6%</b>	<b>-18,6%</b>	<b>-24,6%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,7%</b>
Com carteira assinada	1.779	1.463	1.411	-2,9%	-17,3%	-20,7%	1,9%	1,7%	1,7%
Sem carteira assinada	4.476	3.569	3.303	2,2%	-19,1%	-26,2%	4,8%	4,2%	4,0%
<b>Setor público</b>	<b>11.661</b>	<b>12.255</b>	<b>12.360</b>	<b>0,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,8%</b>
<b>Empregador</b>	<b>4.369</b>	<b>4.034</b>	<b>3.955</b>	<b>0,4%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-9,5%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>
Com CNPJ	3.496	3.325	3.290	1,5%	-5,9%	-5,9%	3,7%	3,9%	3,9%
Sem CNPJ	873	709	665	-3,9%	-20,2%	-23,8%	0,9%	0,8%	0,8%
<b>Conta própria</b>	<b>24.141</b>	<b>22.415</b>	<b>21.664</b>	<b>5,0%</b>	<b>-6,7%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>25,9%</b>	<b>26,1%</b>	<b>26,0%</b>
Com CNPJ	4.750	5.493	5.364	1,5%	-5,9%	-5,9%	5,1%	6,4%	6,4%
Sem CNPJ	19.392	16.922	16.300	-3,9%	-20,2%	-23,8%	20,8%	19,7%	19,6%
<b>Trabalhador familiar auxiliar</b>	<b>2.203</b>	<b>1.879</b>	<b>1.861</b>	<b>3,6%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>-15,5%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,2%</b>
<b>População ocupada no mercado informal</b>	<b>38.444</b>	<b>32.297</b>	<b>30.768</b>	<b>4,2%</b>	<b>-15,3%</b>	<b>-20,0%</b>	<b>41,2%</b>	<b>37,6%</b>	<b>36,9%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

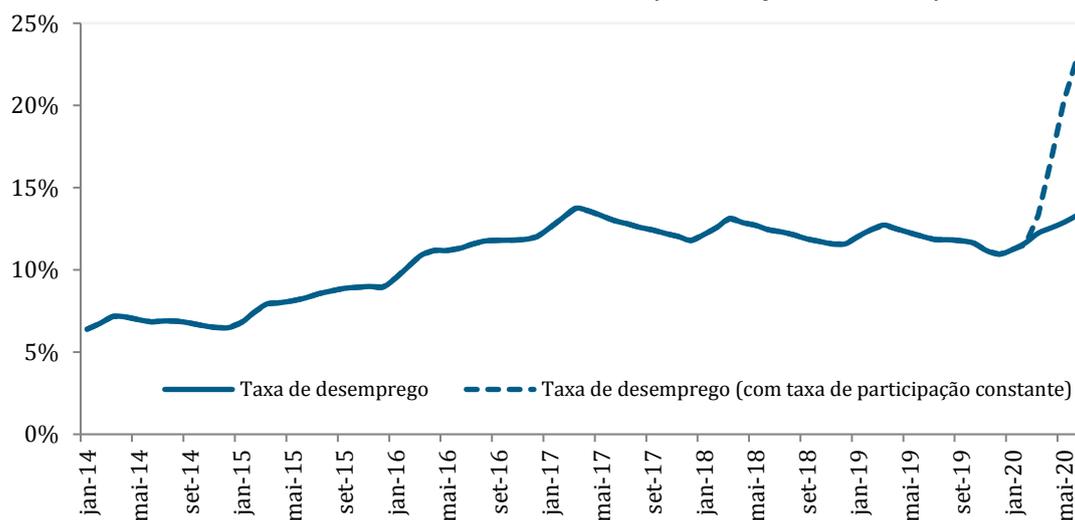
**Contração é mais contundente no emprego informal.** No trimestre encerrado em junho, relativamente ao mesmo período do ano anterior, o contingente de pessoas ocupadas no mercado informal (incluindo as seguintes posições: empregado no setor privado sem carteira assinada, trabalhador doméstico sem carteira assinada, empregador sem CNPJ, conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar) foi reduzido em 7,6 milhões de pessoas (variação de -20,0%). Na mesma comparação, o número de pessoas ocupadas no setor privado com carteira assinada passou de 33,2 para 30,1 milhões (variação de -9,2%).

A redução no contingente de pessoas sem vínculo formal de trabalho representou, aproximadamente, 77% de toda diminuição da população ocupada em junho. Normalmente, a perda do emprego com carteira assinada costuma ser compensada pela expansão do trabalho por conta-própria, embora esse mecanismo de ajuste não esteja funcionando nessa crise, o que contribui para acentuar as desigualdades existentes no mercado de trabalho.

**Recuo da força de trabalho atenua elevação da taxa de desemprego.** De acordo com o IBGE, a taxa de desemprego no Brasil atingiu 13,3% no trimestre encerrado em junho, 1,3 ponto percentual acima do observado em igual período do ano anterior. O resultado refletiu o declínio da força de trabalho (-9,4% e redução de 9,9 milhões de pessoas) e do emprego (-10,7% e 9,9 milhões de pessoas). Em termos absolutos, 12,7 milhões de pessoas buscaram uma colocação e não foram absorvidas.

**Mantida a taxa de participação no mesmo patamar de junho de 2019 (62,1%), a taxa de desemprego em junho desse ano teria atingido o 22,8% da força de trabalho.** A taxa de desemprego não subiu mais rapidamente (ver Gráfico 5) porque uma parcela das pessoas que perderam o emprego deixou a força de trabalho. Essa dinâmica pode ser vista pelo comportamento da taxa de participação. A relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar atingiu 55,3% no trimestre encerrado em junho (no mesmo período do ano passado a taxa de participação estava em 62,1%), o que mostra que a pandemia tem afetado a demanda (contratações) e a oferta de trabalho (participação).

**GRÁFICO 5. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

**Massa de rendimentos efetivos do trabalho recua 11,8% (em termos reais) no trimestre encerrado em junho.** Ainda segundo a PNAD Contínua, o rendimento médio real efetivamente recebido pelas pessoas ocupadas foi estimado em R\$ 2.310 no trimestre encerrado em junho de 2020, 1,4% abaixo do patamar observado em mesmo período de 2019 (R\$ 2.343). A combinação dos rendimentos com a queda do emprego fez com que a massa salarial registrasse variação de -11,8% na mesma comparação (intensificando o recuo de 7,3% registrado no trimestre encerrado em maio).

**Na mesma comparação com o trimestre encerrado em junho de 2019, o indicador de massa salarial ampliada disponível calculado pelo Banco Central diminuiu 2,9% em termos reais.** Além dos rendimentos efetivos do trabalho, o indicador inclui outras fontes de recursos que se configuram como renda para as famílias (benefícios de proteção social - como BPC, bolsa família e seguro desemprego - e previdenciários pagos pelo governo federal) e desconta o imposto de renda e as contribuições previdenciárias, configurando-se como uma aproximação mais fidedigna do efetivo volume de recursos que circulam e dinamizam a economia.

**Vendas reais do comércio tiveram bom resultado em junho. Carry over para o terceiro trimestre é de 13,9%.** O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio - PMC) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, subiu 12,6% em junho na comparação com maio, quando cresceu 19,2%, considerando a série com ajuste sazonal. Na passagem de maio para junho de 2020, observou-se alta em nove dos dez segmentos pesquisados (Tabela 2). No trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, o indicador registrou queda de 12,1%.

No comparativo anual, o índice de vendas da PMC registrou queda de 0,9%, acumulando variação de -1,3% nos 12 meses encerrados em junho. Quando analisada a variação acumulada em 12 meses, destaca-se que os segmentos de hipermercado e supermercados (3,1%), móveis e eletrodomésticos (3,5%), artigos farmacêuticos (6,4%) e material de construção (1,4%) apresentam variações superiores ao índice agregado. A reabertura de estabelecimentos de atividades

não essenciais e os recursos de políticas de compensação de renda podem ter contribuído para explicar a rápida reação que tem sido observada no setor de comércio.

**TABELA 2. INDICADOR DE VENDAS NO VAREJO DESAGREGADO**

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Mês contra igual período do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	abr/20	mai/20	jun/20	abr/20	mai/20	jun/20	abr/20	mai/20	jun/20
<b>Vendas no varejo ampliado</b>	<b>-17,4%</b>	<b>19,2%</b>	<b>12,6%</b>	<b>-27,4%</b>	<b>-15,3%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-1,3%</b>
Combustíveis e lubrificantes	-15,0%	6,6%	5,6%	-25,3%	-21,5%	-16,3%	-2,0%	-4,0%	-5,7%
Hipermercados e supermercados	-11,6%	7,2%	0,7%	4,7%	9,3%	6,5%	1,8%	2,7%	3,1%
Tecidos, vestuário e calçados	-68,8%	96,3%	53,2%	-80,7%	-62,7%	-44,4%	-7,9%	-13,1%	-16,7%
Móveis e eletrodomésticos	-20,7%	47,4%	31,0%	-35,6%	-8,0%	25,5%	2,2%	1,1%	3,5%
Artigos farmacêuticos	-17,1%	22,3%	-2,7%	-9,8%	7,5%	7,1%	6,2%	6,2%	6,4%
Livros, jornais, revistas e papelaria	-50,7%	10,7%	69,1%	-70,2%	-67,1%	-39,6%	-16,3%	-19,6%	-20,3%
Equipamentos e materiais para escritório	-27,8%	18,7%	22,7%	-45,6%	-37,4%	-10,0%	-7,1%	-10,4%	-10,5%
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-29,3%	46,3%	26,1%	-45,2%	-19,1%	4,4%	0,4%	-1,3%	-0,8%
Veículos, motocicletas, partes e peças	-35,9%	38,6%	35,2%	-58,1%	-43,4%	-13,7%	1,3%	-4,4%	-6,3%
Material de construção	-1,9%	22,3%	16,6%	-21,1%	-5,2%	22,8%	0,7%	-0,6%	1,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Como se observa no Gráfico 6, o nível de atual de vendas encontra-se em patamar 4,7% mais baixo que o observado em fevereiro (pré-crise). O resultado positivo de junho deixou um *carry over* de 13,9% para o terceiro trimestre de 2020.

**GRÁFICO 6. VENDAS NO VAREJO AMPLIADO (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)**



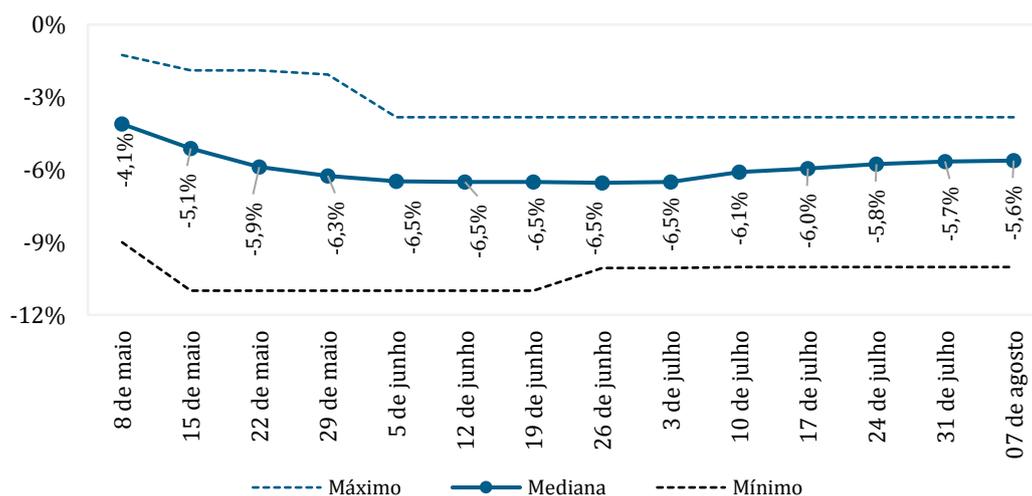
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

**O Índice de Confiança do Consumidor (ICC)**, da FGV, subiu 7,7 pontos entre junho e julho, para 78,8 pontos. O desempenho positivo pode ter sido influenciado pela expectativa de que a flexibilização das medidas de isolamento social

melhore as condições do mercado de trabalho e a situação financeira das famílias, mas ainda há insegurança quanto ao desemprego e à perda de renda, devida à extensão e à incerteza quanto à evolução da pandemia. O Índice de Situação Atual (ISA) subiu 0,4 ponto (atingindo 71 pontos), enquanto o Índice de Expectativas (IE) avançou 12,3 pontos, para 85,1 pontos.

**Melhora dos indicadores de atividade econômica produzem ajustes para cima nas perspectivas de mercado para a variação real do PIB deste ano.** O Gráfico 7 apresenta dados obtidos no Sistema de Expectativas de Mercado (Boletim Focus do Banco Central) entre as datas de 8 de maio a 7 de agosto para a expectativa de variação do PIB em 2020. Após estabilizar-se em -6,5% ao longo de junho, a mediana das projeções passou por uma sequência de ajustes para cima depois da publicação dos indicadores mensais, chegando, atualmente, em -5,6%. A dispersão das projeções (expressa pela diferença entre máximo e mínimo) ainda reflete o elevado grau de incerteza produzido pela situação atual, mas há um direcionamento gradual em direção ao limite superior da amostra. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no sistema de expectativas, a perspectiva de queda varia de -3,8% a -10,1%.

**GRÁFICO 7. PROJEÇÕES DE CRESCIMENTO DO PIB DE 2020 NO BOLETIM FOCUS**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**PIB do segundo trimestre deve registrar queda de 8,8% na comparação o primeiro período do ano em termos dessazonalizados (abaixo do inicialmente previsto: -10,6%).** Com a informação do *carry over* dos indicadores de alta frequência para o terceiro trimestre e dados realizados de julho (como o Nuci da indústria de transformação), é possível traçar também uma previsão preliminar para o PIB do terceiro trimestre ao redor de +4,0% – o que poderia levar a queda do PIB deste ano para um patamar mais próximo de 5,0%, para o qual tem caminhado gradualmente (desde meados de julho) as expectativas do Boletim Focus.

A previsão da variação real do Produto Interno Bruto (PIB) no curto prazo – horizonte preditivo de até dois trimestres à frente da última divulgação do Sistema de Contas Nacionais Trimestrais realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) – é realizada a partir de especificações econométricas<sup>1</sup> que extraem informações de um conjunto de indicadores macroeconômicos mensais (apresentados acima). O objetivo é encontrar modelos que se ajustem bem aos

<sup>1</sup> A metodologia utilizada pela IFI é conhecida na literatura como regressões MIDAS (“Mixed Data Sampling”), ferramenta de previsão que permite conectar, na mesma regressão, dados de frequências distintas.

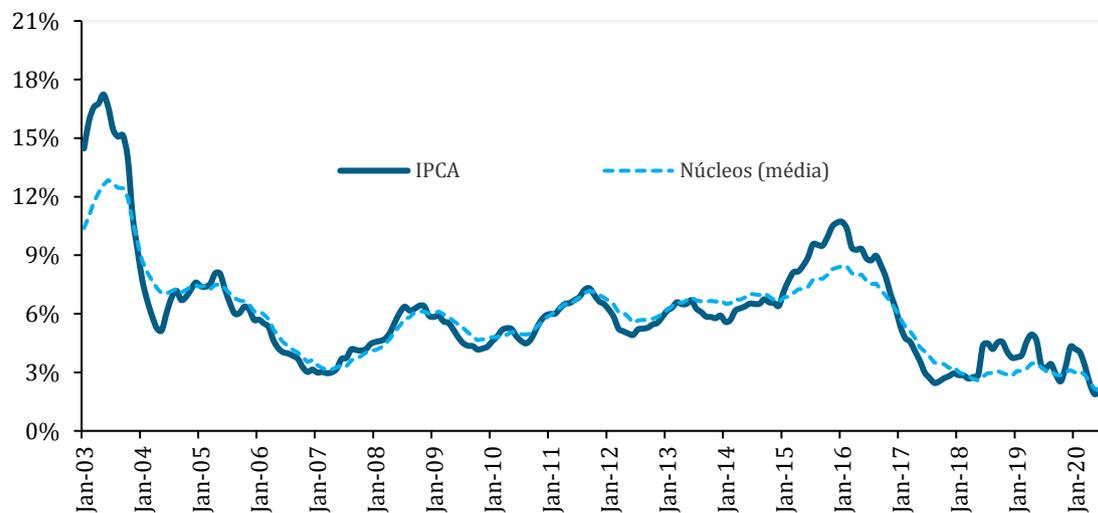
dados e capturem a dinâmica da atividade econômica em tempo real. Ao todo são estimadas cerca de 30 regressões, sendo que a previsão central é obtida por meio de uma combinação ponderada pela performance passada de cada uma.

**Expectativa para a variação real do PIB deste ano é mantida em -6,5%, apesar do viés de alta imposto pela dinâmica dos dados de atividade econômica doméstica.** A evolução da pandemia no País, a piora das condições no mercado de trabalho e as dúvidas quanto ao comportamento da renda disponível após a retirada de estímulos fiscais contribuem para manter o nível de incertezas elevado.

## 1.2 Inflação e taxa de juros

**Em julho, o IPCA atingiu 2,3% no acumulado em 12 meses.** De acordo com o IBGE, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA apresentou alta de 0,36% em julho, após ter registrado variação de 0,26% em junho. O maior impacto sobre o índice partiu do grupo transportes (variação de 0,78% em junho e impacto 0,15 ponto percentual na inflação cheia), influenciado pela alta nos preços da gasolina, seguido pelo grupo habitação (0,80% e 0,13 p.p.), pressionado pelo reajuste tarifário de energia elétrica realizado em diversas cidades. Em sentido oposto, a principal contribuição negativa veio do grupo vestuário (-0,52% e -0,02 p.p.), segmento que está sentindo uma redução de demanda maior que a usual. Com esse resultado, a inflação ao consumidor acumulada em 12 meses passou de 2,1% em junho para 2,3% em julho – vale lembrar que no início do ano a inflação rodava ao redor de 4,0% (Gráfico 8).

GRÁFICO 8. IPCA (% EM 12 MESES)



Fonte. Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI

**Tendência da inflação corrente permanece abaixo da meta de inflação.** A média dos núcleos de inflação<sup>2</sup> atingiu 2,0% no acumulado de doze meses (mesmo nível de junho), mantendo-se abaixo do piso da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para a inflação em 2020 (4,0% com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 ponto percentual).

**Expectativas de inflação permanecem abaixo da meta.** Além do comportamento da inflação corrente e dos núcleos, outro elemento que reforça o efeito desinflacionário da pandemia são as expectativas dos agentes com respeito à variação anual do IPCA. Segundo informações do Boletim Focus do Banco Central, a mediana das expectativas para 2020 e 2021

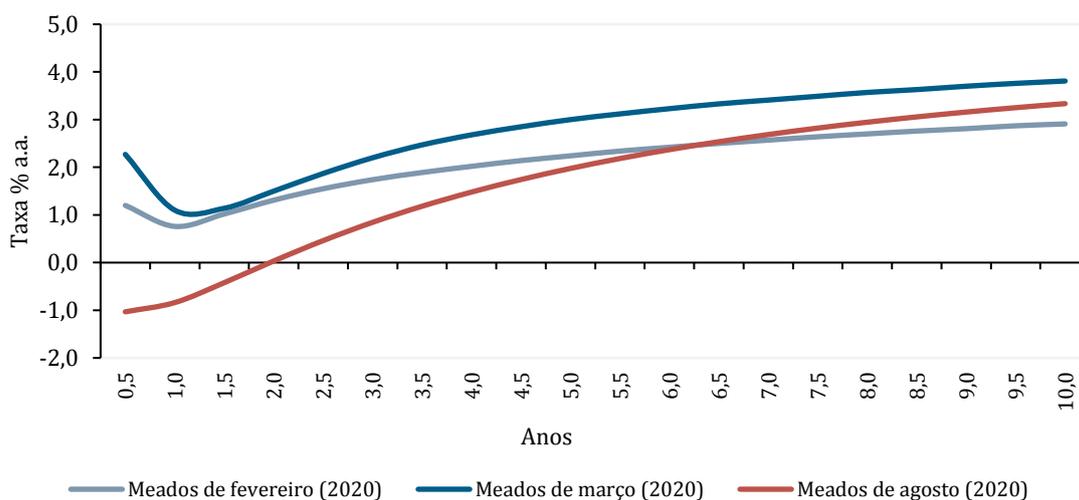
<sup>2</sup> Os núcleos representam medidas construídas pelo Banco Central para expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade que pressionam a inflação no curto prazo,

está posicionada em 1,63% (abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância definido para 2020: 2,5%) e 3,0% (abaixo da meta de 3,75% fixada para 2021). Essa perspectiva condiz com o elevado grau de ociosidade presente na economia brasileira.

**Em sua última reunião, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros da economia em 0,25 ponto percentual, para 2,0% ao ano.** Em fevereiro, antes da crise associada à pandemia, a taxa estava em 4,25%. Na ata que acompanhou a decisão, o Comitê avaliou que a magnitude do estímulo monetário implementado parece compatível com os efeitos da pandemia e que o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno. Ainda, indicou que eventuais ajustes futuros no atual grau de estímulo ocorreriam com gradualismo e dependeriam da percepção sobre a sustentabilidade da trajetória fiscal.

**Em horizontes mais longos, a taxa de juros real permanece um pouco mais alta comparativamente ao período pré-pandemia.** A taxa de juros real *ex ante*, que corresponde à taxa de juros do *swap* DI-pré de 360 dias (2,26%), negociado na BM&F e deflacionada pela expectativa do IPCA para os próximos doze meses do Boletim Focus (2,97%), chegou a -0,69% no final de julho. Outra forma de visualizar a taxa de juros real pode ser feita pela estrutura a termo da taxa de juros calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias com títulos públicos. O Gráfico 9 mostra a estrutura a termo de juros reais em três momentos: meados de fevereiro (pré-pandemia), meados de março e meados de agosto. Observa-se que a remuneração de um título com prazo de um ano em meados de fevereiro estava em 0,76%, subiu para 1,1% no início da crise, baixando para -0,84% em meados de agosto. A menor remuneração nos vértices mais curtos da curva pode ser explicada pela queda nas perspectivas para a taxa Selic e a taxa de inflação. Mas em horizontes mais longos (acima de 6 anos e meio), o aumento das incertezas gerado pela situação atual mantém a taxa de juros real (3,34% em 10 anos) pouco acima do que se observava antes da pandemia (2,91%).

**GRÁFICO 9. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS REAL**



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.