

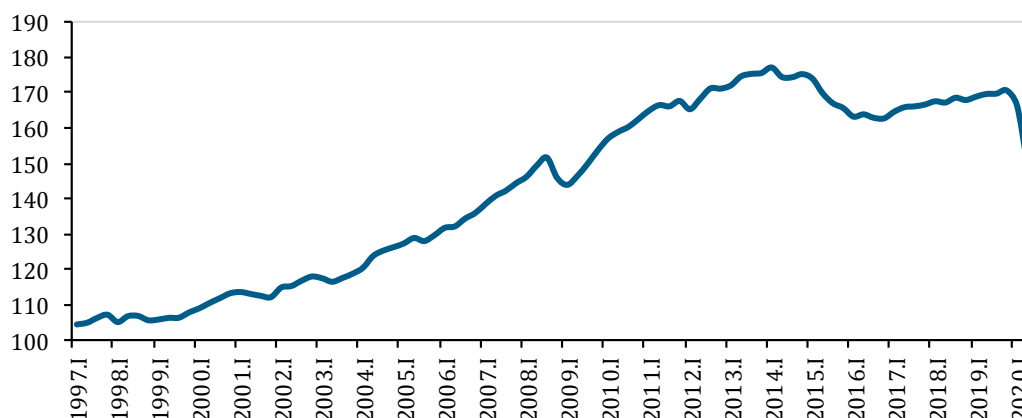
Para acessar o relatório completo, clique [aqui](#).

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

### 1.1 Indicadores de atividade econômica

**Resultado do PIB no segundo trimestre veio abaixo do esperado.** O Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre de 2020, divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) nas Contas Nacionais Trimestrais, registrou a mais expressiva contração da série histórica, iniciada em 1996, como reflexo da pandemia do novo coronavírus. O Gráfico 1 mostra que o indicador retornou ao nível observado no terceiro trimestre de 2009. Em comparação com o segundo trimestre de 2020, a queda foi de 9,7% (contra projeção da IFI de -8,8%), considerando dados livres da influência sazonal. Este resultado corresponde a uma contração de 11,4% sobre o segundo trimestre de 2019 e de 2,2% na comparação de quatro trimestres (Tabela 1).

**GRÁFICO 1. PIB: ÍNDICE COM AJUSTE SAZONAL (COM AJUSTE SAZONAL | MÉDIA DE 1995 = 100)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Contração do nível de atividade foi praticamente disseminada entre os setores.** Pelo lado da oferta, o setor industrial (-12,3%) e de serviços (-9,7%) sofreram contrações significativas, ao passo que a produção agropecuária apresentou expansão modesta comparativamente ao trimestre imediatamente anterior (0,4%). Pela ótica da demanda, apenas as exportações cresceram na margem (+0,5%). O consumo das famílias, as despesas do governo e a formação bruta de capital fixo (-15,4%) registraram, nessa ordem, variações de -13,5%, -8,8% e -15,4% comparativamente ao trimestre imediatamente anterior.

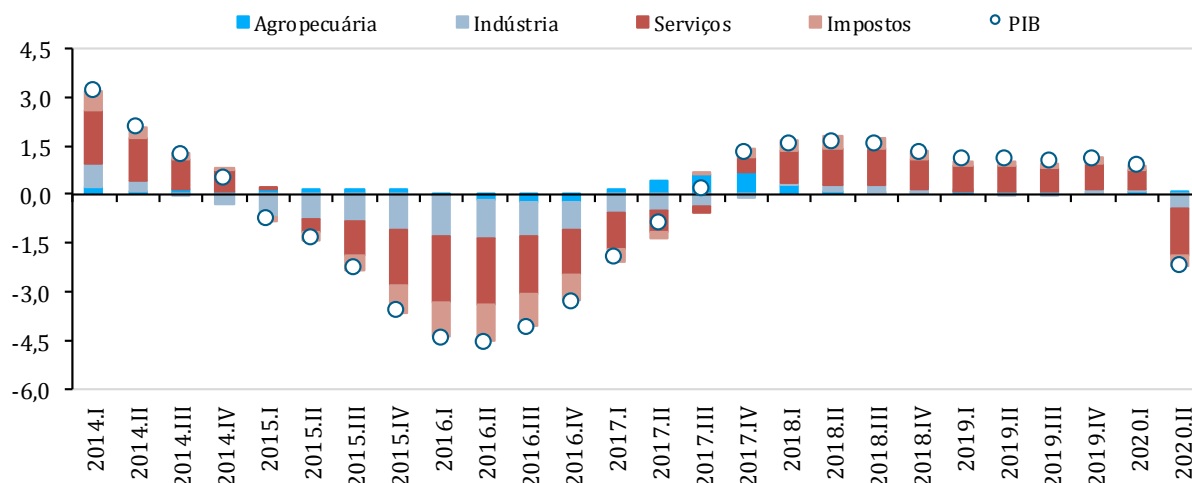
TABELA 1. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB

	Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação em 4 trimestres		
	4T19	1T20	2T20	4T19	1T20	2T20	4T19	1T20	2T20
<b>PIB</b>	<b>0,5%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-9,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-11,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-2,2%</b>
<b>Ótica da demanda</b>									
Consumo das famílias	0,4%	-1,9%	-12,5%	2,1%	-0,7%	-13,5%	1,8%	1,3%	-2,5%
Consumo do governo	0,4%	0,2%	-8,8%	0,3%	0,0%	-8,6%	-0,4%	-0,4%	-2,4%
Formação bruta de capital fixo	-3,5%	2,3%	-15,4%	-0,4%	4,3%	-15,2%	2,2%	3,0%	-2,1%
Exportações	2,3%	-1,3%	1,8%	-5,1%	-2,2%	0,5%	-2,5%	-2,7%	-2,8%
Importações	-2,6%	0,8%	-13,2%	-0,2%	5,1%	-14,9%	1,1%	2,9%	-1,8%
<b>Ótica da oferta</b>									
Agropecuária	-0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	1,9%	1,2%	1,3%	1,6%	1,5%
Indústria	0,1%	-0,8%	-12,3%	1,5%	-0,1%	-12,7%	1,6%	0,7%	-2,5%
Serviços	0,6%	-2,2%	-9,7%	1,6%	-0,5%	-11,2%	1,5%	0,9%	-2,2%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Considerando a variação acumulada nos quatro trimestres, a principal influência negativa sobre o PIB veio do setor de serviços (taxa acumulada em quatro trimestres de -2,2% e contribuição de 1,4 p.p. para a variação do PIB), seguida pela indústria (-2,7% e -0,4 p.p.). A contribuição do setor agropecuário para a variação acumulada do PIB foi praticamente neutra (1,5% e 0,1 p.p.). O Gráfico 2 contém a evolução das contribuições dos segmentos que compõem o PIB pela ótica da oferta desde 2014.

GRÁFICO 2. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA O CRESCIMENTO DO PIB ACUMULADO EM QUATRO TRIMESTRES



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A absorção interna<sup>1</sup>, composta pelas despesas de consumo das famílias (-1,5 p.p.), do governo (-0,5 p.p.), a formação bruta de capital fixo (-0,3 p.p.) e a variação de estoques<sup>2</sup> (0,3 p.p.) contribuiu com -2,1 p.p. para a variação acumulada do PIB em quatro trimestres (de -2,2%). A demanda externa (exportações líquidas) exerceu influência ligeiramente negativa, subtraindo 0,1 p.p. adicionais do PIB. 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
<b>Absorção interna</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>-2,1</b>
Consumo das famílias	1,3	1,0	1,0	1,1	1,2	0,8	-1,5
Consumo do governo	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5
Formação Bruta de Capital Fixo	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	0,5	-0,3
Variação de estoques	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	0,2	0,5	0,3
<b>Exportações líquidas</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Projeção da IFI para o PIB de 2020 é mantida em -6,5%.** Além do resultado fraco do segundo trimestre (-9,7%), o IBGE revisou em 1,0 ponto percentual a variação do primeiro trimestre (de -1,5% para -2,5%) obtida na série com ajuste sazonal. Em conjunto, esses fatores atenuam o viés de alta que havia na projeção da IFI para o PIB de 2020 (atualmente em -6,5%).

**Intervalo das expectativas cadastradas no Boletim Focus permanece elevado.** Dados de atividade mais recentes mantiveram a tendência de recuperação da economia que ocorre desde maio (frente ao declínio registrado em março e abril), mas a incerteza quanto à duração da atual crise mantém ainda elevada a dispersão das projeções no Boletim Focus do Banco Central. Após estabilizar-se em -6,5% ao longo de junho, a mediana das projeções passou por uma sequência de ajustes para cima, acomodando-se, recentemente, ao redor de -5,3%. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no sistema de expectativas, a perspectiva de queda varia de -1,6% a -9,1%<sup>3</sup>. Na IFI, seguimos com -6,5% para o ano, interrompendo, por ora, a perspectiva mais otimista que havíamos sugerido no RAF de agosto.

**Produção industrial avança 8,0% entre junho e julho, deixando carry over (feito carregamento) de +17,8% para o terceiro trimestre de 2020.** Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), divulgada pelo IBGE, a produção da indústria geral cresceu 8,0% em julho na comparação com junho (quando havia registrado elevação de 9,7%) na série com ajuste sazonal. O avanço da atividade industrial foi generalizado, abrangendo todas as grandes categorias econômicas: bens de capital (15,0%), bens intermediários (8,4%), bens de consumo duráveis (42,0%) e bens de consumo não duráveis (4,7%). Na comparação com julho de 2019, a produção industrial registrou variação -3,1%, acumulando variação de -5,7% em doze meses. A retomada das atividades, após o fechamento temporário de parques industriais, estimulada também pela demanda interna por bens industriais, tem possibilitado a reativação da produção.

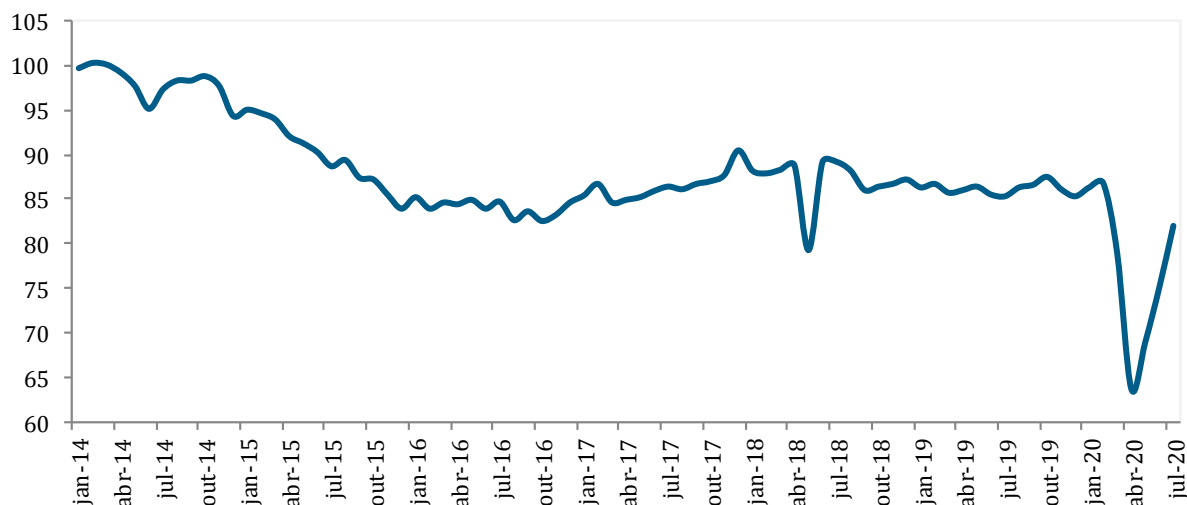
<sup>1</sup> O PIB pela ótica da demanda pode ser separado em duas partes: a absorção interna e as exportações líquidas (exportações menos importações), também chamadas de absorção externa. A absorção interna representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento. Se a absorção 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Informação obtida no dia 4 de setembro.

Como se observa no Gráfico 3, as taxas de expansão verificadas desde maio eliminaram boa parte da perda acumulada em março e abril, de modo que o nível de produção atual vem se aproximando do patamar de fevereiro (pré-crise). Vale destacar que o resultado positivo de julho deixou um *carry over* de 17,8% para o terceiro trimestre de 2020.

GRÁFICO 3. PRODUÇÃO INDUSTRIAL (SÉRIES DESSAZONALIZADAS - 1ºT 2014 = 100)

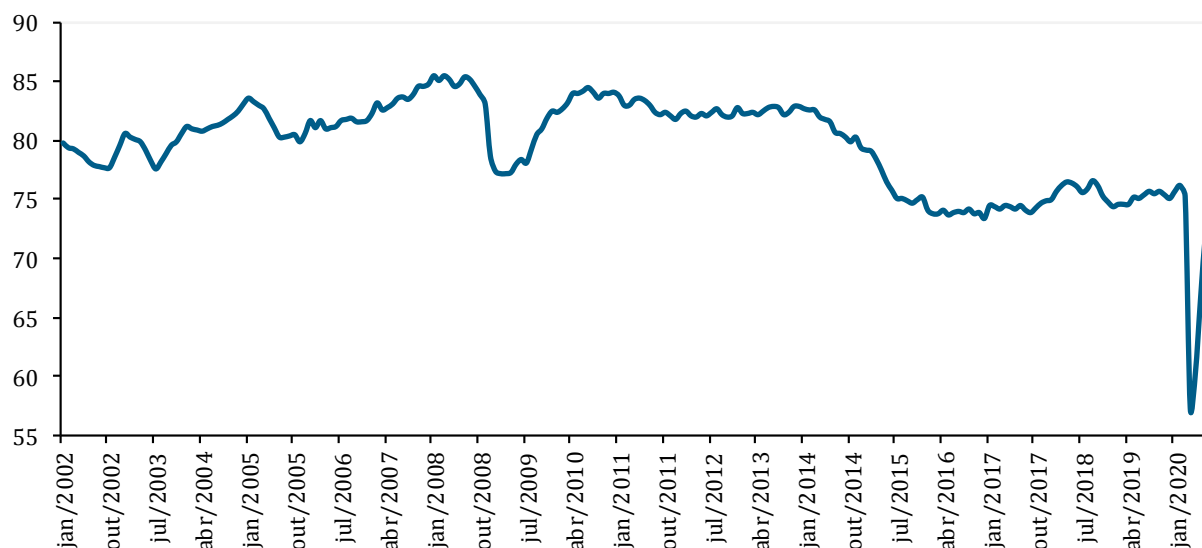


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

**Confiança industrial e Nuci mostraram expansão adicional no mês de agosto.** O Índice de Confiança da Indústria de Transformação (ICI), divulgado na Sondagem da Indústria de Transformação da Fundação Getúlio Vargas (FGV), apresentou alta de 8,9 pontos entre julho e agosto (alcançando 98,7 pontos). No mês anterior, a elevação havia sido de 12,2 pontos. O desempenho do ICI refletiu o avanço de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) avançou 9,1 pontos, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) subiu 8,7 pontos na passagem de julho para agosto.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação teve acréscimo de 3,0 pontos percentuais, ao passar de 72,3% em julho para 75,3% em agosto, segundo dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV (Gráfico 4). O índice está apenas 0,9 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.

GRÁFICO 4. NUCI DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO (%)

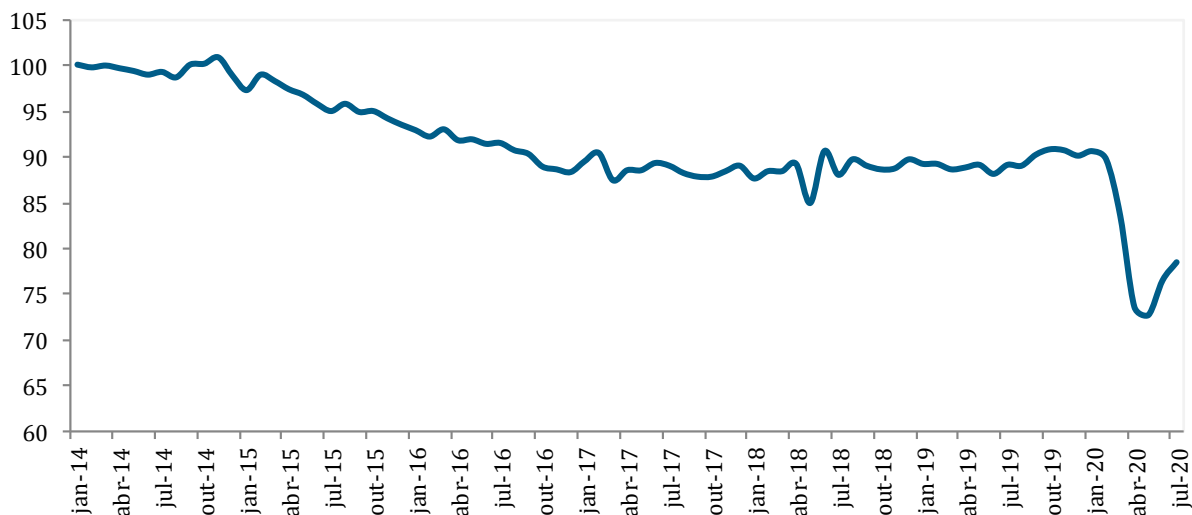


Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

**A receita real do setor de serviços avança em julho após ter acumulado perda de 19,8% entre fevereiro e maio. Carry over para o terceiro trimestre é positivo em 5,7%.** A receita real do setor de serviços – responsável por aproximadamente 70% no PIB – mostrou variação de 2,6% entre junho e julho (na série com ajuste sazonal), segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. Em julho, o indicador havia avançado 5,2% frente ao mês anterior. Na comparação mensal, na série dessazonalizada, o resultado agregado refletiu o avanço em quatro dos cinco segmentos da pesquisa: serviços prestados às famílias (-3,9%), serviços de informação e comunicação (2,2%), serviços profissionais, administrativos e complementares (2,0%), transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (2,3%) e outros serviços (3,0%).

Como se observa no Gráfico 5, o nível de vendas atual é 12,5% 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 comparativamente à produção e comercialização de bens.

GRÁFICO 5. VOLUME DE SERVIÇOS (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)

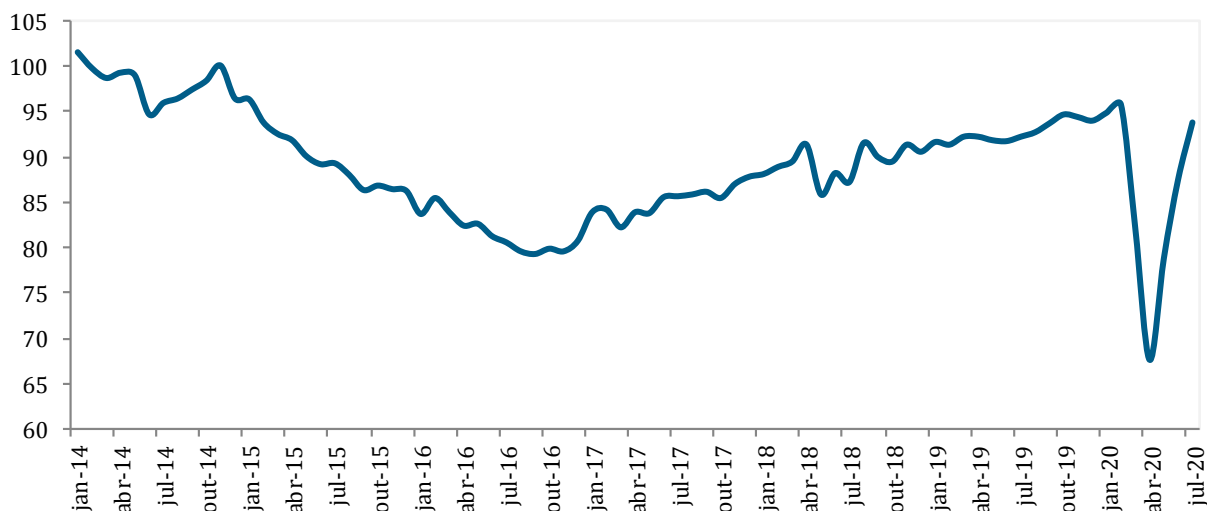


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

As vendas diminuíram 11,9% na comparação anual, acumulando variação de -4,5% em doze meses. Quando analisada a variação acumulada em 12 meses, destaca-se que os segmentos de serviços prestados às famílias (-21,9%), em especial, e serviços profissionais, administrativos e complementares (-5,6%) e transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (-6,1%) apresentam variações abaixo da registrada pelo índice agregado.

**Resultado positivo das vendas reais do comércio em julho gera carry over para o terceiro trimestre de 20,3%.** O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio – PMC) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, subiu 7,2% em julho na comparação com junho, quando cresceu 11,1%, considerando a série com ajuste sazonal. Na passagem de junho para julho de 2020, observou-se alta em nove dos dez segmentos pesquisados. Como se observa no Gráfico 6, o nível de atual de vendas encontra-se em patamar 2,0% mais baixo que o observado em fevereiro (pré-crise).

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



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

No comparativo anual, o índice de vendas da PMC registrou alta de 1,7%, acumulando variação de -1,9% nos 12 meses encerrados em julho. Quando analisada a variação acumulada em 12 meses, destaca-se que os segmentos de hipermercado e supermercados (3,8%), móveis e eletrodomésticos (5,1%), artigos farmacêuticos (6,8%) e material de construção (2,8%) 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 comércio de bens.

**Elevação da confiança mantém perspectiva para o varejo.** Tanto o Índice de Confiança do Consumidor (1,4 pontos) quanto o Índice de Confiança de Comércio (10,5 pontos) avançaram entre julho e agosto. A recuperação mais branda do otimismo de consumidores em agosto pode ter refletido, de certa maneira, a preocupação das famílias de baixa em relação ao final do período de auxílio emergencial.

### 1.2 Inflação e taxa de juros

**Em agosto, o IPCA atingiu 2,4% no acumulado em 12 meses.** De acordo com o IBGE, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA apresentou alta de 0,24% em agosto, após ter registrado variação de 0,36% em julho. O maior impacto sobre o índice partiu do grupo transportes (variação de 0,82% em agosto e impacto 0,16 ponto percentual na inflação cheia), influenciado pela alta nos preços de combustíveis de veículos (gasolina, óleo diesel e etanol), seguido pelo grupo alimentação e bebidas (0,78% e 0,15 p.p.), pressionado pelo aumento dos preços de alimentos para consumo no domicílio.

Em sentido oposto, a principal contribuição negativa veio do grupo educação (-3,47% e -0,22 p.p.), que capturou a concessão de descontos nos preços das mensalidades escolares por parte das instituições de ensino, como consequência da suspensão das aulas presenciais por conta da pandemia. Com esse resultado, a inflação ao consumidor acumulada em 12 meses passou de 2,3% em julho para 2,4% em agosto.

A Tabela 3 mostra a evolução da variação acumulada em doze meses para o IPCA agregado e sua abertura entre “preços administrados” – que representa o conjunto de bens e serviços da cesta do IPCA cujos preços são estabelecidos por contratos ou órgão público, geralmente reajustados de acordo com a inflação passada e pouco sensíveis ao ciclo econômico - e “preços livres”, composto por itens que são mais sensíveis às condições de oferta e de demanda. É possível

observar que preços administrados recuaram durante a pandemia, desacelerando de 6,0% em janeiro de 2020 para 1,1% em agosto.

Já a variação dos preços livres (2,9%) tem caminhado acima da inflação cheia. Seus componentes, no entanto, exibem trajetórias distintas. No acumulado em doze meses, o conjunto de itens englobados em “alimentação no domicílio” acelerou de 8,6% em julho para 10,8% em agosto, enquanto os preços de serviços registraram variação 0,9%, contribuindo para manter a inflação em patamar reduzido.

**Diferença na trajetória de bens comercializáveis e não comercializáveis.** Os preços livres também podem ser classificados entre bens comercializáveis e não comercializáveis. Os bens comercializáveis são bastantes afetados pelo comércio externo, enquanto os bens não comercializáveis são produzidos no país e voltados para o mercado interno. Como se observa na Tabela 3, a dinâmica distinta desses preços pode ser creditada ao repasse do câmbio e das *commodities* agrícolas para os preços de bens comercializáveis. Adicionalmente, ao incluir serviços, a trajetória dos preços de bens não comercializáveis, tem sido afetada pela contração da demanda além do usual.

**TABELA 3. ABERTURA DO IPCA**

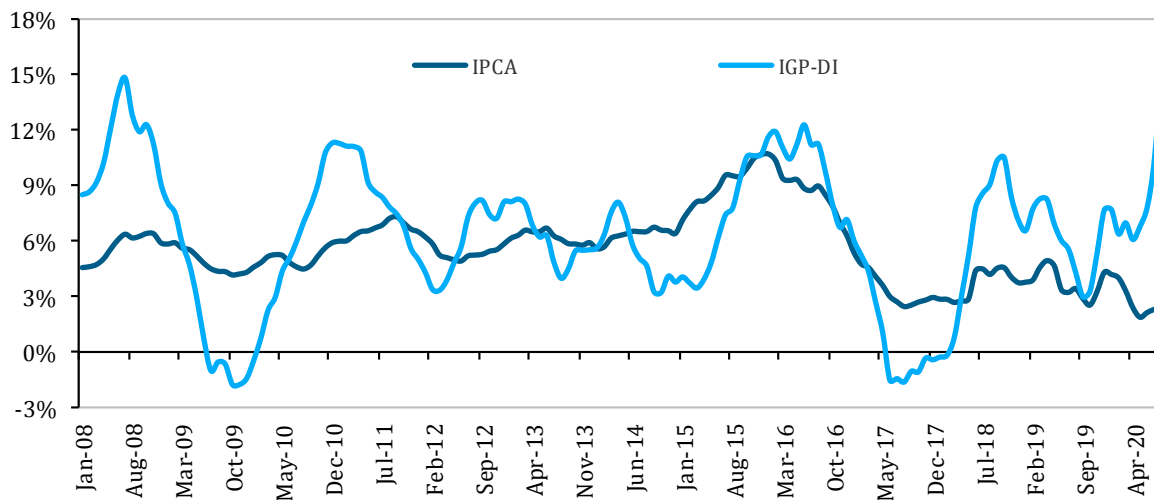
Inflação ao consumidor								
	jan/20	fev/20	mar/20	abr/20	mai/20	jun/20	jul/20	ago/20
<b>IPCA</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Preços administrados</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,1%</b>
<b>Preços livres</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>
Comercializáveis	4,1%	4,1%	3,7%	3,1%	3,0%	3,3%	4,1%	4,8%
Não comercializáveis	3,1%	2,9%	2,2%	2,4%	2,6%	2,3%	1,7%	1,4%
Alimentação no domicílio	6,4%	5,2%	4,5%	6,2%	7,5%	8,4%	8,6%	10,8%
Industriais	1,6%	1,7%	1,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,8%	0,8%
Serviços	3,3%	3,6%	3,1%	3,0%	2,7%	2,1%	1,5%	0,9%
<b>Média dos núcleos de inflação</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,9%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Câmbio ajuda a explicar diferença entre preços no atacado e ao consumidor.** Entre janeiro e agosto, a taxa de câmbio R\$/US\$ passou de 4,27 para 5,47 (depreciação de 28,1%). Esse movimento tem contribuído para pressionar os preços no atacado e, conseqüentemente, para explicar a grande diferença (de 12,8 pontos percentuais) existente entre as dinâmicas dos índices IPCA e o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) que, em agosto, registrou alta de 3,9% no mês e variação acumulada de 15,2% em doze meses (Gráfico 7). Esse descasamento também pode ser visto na composição do IGP-DI: enquanto o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) – que inclui preços de insumos e de matérias primas definidos no mercado internacional acumulou, em agosto, variação de 21,6%, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) subiu 2,8% e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) variou 4,6%.



GRÁFICO 7. IPCA E IGP-DI (VAR. % 12 MESES)



Fonte: IBGE e FGV. Elaboração: IFI

**Tendência da inflação corrente permanece abaixo da meta de inflação.** O aumento da inflação corrente não afetou a média dos núcleos de inflação<sup>4</sup>, que atingiu 1,9% no acumulado de doze meses, 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).

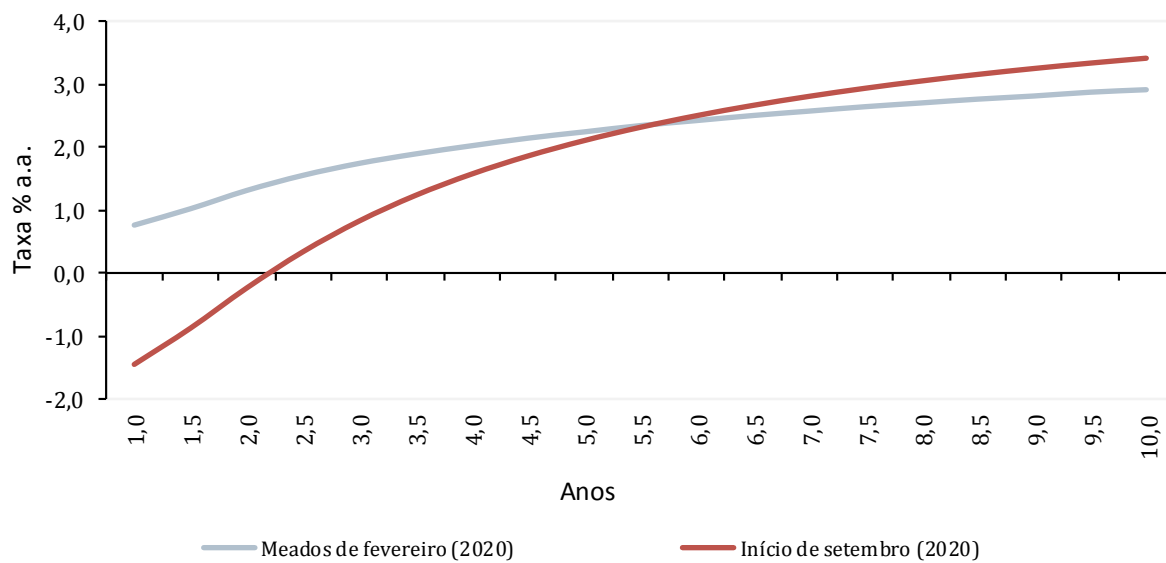
**Expectativas de inflação seguem abaixo da meta.** Segundo informações do Boletim Focus do Banco Central, a mediana das expectativas para 2020 caminhou de 3,2% no final de fevereiro para em 1,78% no início de setembro (abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância definido para 2020: 2,5%). A mediana para 2021 está posicionada em 3,0%, abaixo da meta de 3,75% fixada para 2021. Esse quadro condiz com o elevado grau de ociosidade presente na economia brasileira, intensificado durante a recessão, permitindo ao Banco Central sustentar a taxa básica de juros (Selic) no patamar mínimo histórico de 2,0% ao ano.

**Curva de juros está mais inclinada em relação ao início do ano (pré-crise).** O Gráfico 8 mostra a estrutura a termo de juros – calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias com títulos públicos – em dois momentos: meados de fevereiro (pré-pandemia) e início de setembro (informações do dia 10).

A remuneração de um título com prazo de um ano em meados de fevereiro estava em 0,76%, baixando para -1,5% em termos reais no início de setembro (ou de 4,3% para 2,6% em termos nominais). 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. Em horizontes mais longos (acima de 6 anos) o aumento das incertezas gerado pela situação atual eleva a taxa de juros de 2,91% para 3,28% em 10 anos (ou de 6,7% para 7,8% em termos nominais).

<sup>4</sup> Os núcleos são medidas construídas pelo Banco Central para expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade que pressionam a inflação no curto prazo,

GRÁFICO 8. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS REAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.