

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

Indicador consolidado de atividade econômica avançou em junho. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, subiu 1,1% entre maio e junho, na série com ajuste sazonal. O resultado, na passagem de maio para junho, foi puxado pelo setor de serviços (1,7%), enquanto as vendas no varejo ampliado recuaram (-2,3%) e a produção industrial ficou estável (0%). O resultado do IBC-Br de junho deixou um *carry-over* de 0,6% para o terceiro trimestre – isto é, caso o índice permaneça estagnado em julho, agosto e setembro, o indicador encerraria o trimestre com alta de 0,6%, descontados os efeitos sazonais (Tabela 1).

IBC-Br sugere que o PIB deve ficar estável no segundo trimestre. O IBC-Br – série que capta a tendência do PIB, conhecido apenas trimestralmente, nas divulgações do IBGE – encerrou o segundo trimestre com leve alta, de 0,1%, na comparação com o primeiro trimestre do ano, considerando a série com ajuste sazonal. Trata-se de uma desaceleração frente ao que foi observado no primeiro período do ano (alta de 1,6%). Na mesma comparação, a produção industrial, as vendas no varejo ampliado e o volume de serviços registraram variações de -2,5%, 3,0% e 2,0%, respectivamente.

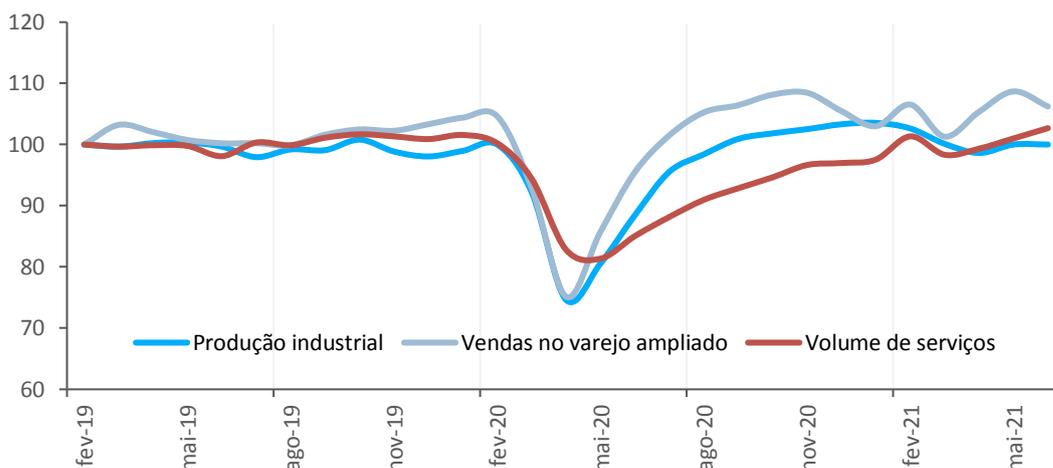
TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)				Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)				Carry-over
	Mar-21	Abr-21	Mai-21	Jun-21	Mar-21	Abr-21	Mai-21	Jun-21	3º trimestre
Produção industrial	-2,4%	-1,5%	1,4%	0,0%	-0,4%	-2,6%	-3,5%	-2,5%	0,5%
Vendas no varejo ampliado	-4,9%	4,0%	3,2%	-2,3%	-1,2%	0,1%	3,0%	3,0%	-0,5%
Volume de serviços	-3,0%	1,0%	1,7%	1,7%	3,1%	2,7%	0,9%	2,0%	1,7%
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	-2,0%	0,9%	-0,6%	1,1%	1,6%	1,2%	-0,3%	0,1%	0,6%

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

O Gráfico 1 apresenta a trajetória dos indicadores setoriais desde fevereiro de 2019 (nível pré-pandemia). O progresso da vacinação e a flexibilização das restrições de mobilidade vêm contribuindo para impulsionar o desempenho do comércio e dos serviços. A indústria, em trajetória descendente desde o início do ano, por outro lado, é impactada pelo aumento de custo dos insumos e pelas dificuldades na cadeia de suprimentos.

GRÁFICO 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA (Nº ÍNDICE - FEV/19=100)



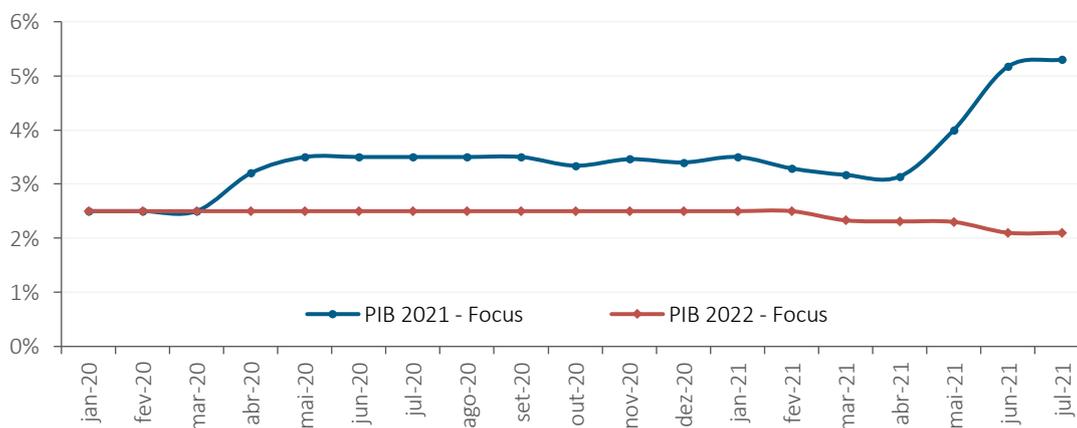
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Índices de confiança mantiveram tendência de expansão em julho. Os índices de confiança dos consumidores e dos empresários publicados pela FGV avançaram, nessa ordem, 1,3 ponto percentual (p.p.) e 3,1 p.p., entre junho e julho, considerando-se as séries dessazonalizadas, mantendo a tendência positiva observada no mês anterior.

Indicadores industriais, por outro lado, trouxeram sinais mistos. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI), publicado pela FGV na Sondagem da Indústria, subiu 0,7 p.p. entre junho e julho, ao passar de 79,4% para 80,1% (em termos dessazonalizados). Já a produção de veículos nas montadoras do país, divulgada pela Anfavea (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores), e o Índice da ABCR (Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias) que mede o fluxo de veículos pesados nas estradas recuou 8,5% e 1,4%, na comparação mensal.

Previsão do mercado para o PIB em 2021 estabilizou-se em torno de 5,3%. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para a taxa de crescimento do PIB subiu de 3,1% em abril, para 5,2% em junho, avançando ligeiramente em julho (5,3%). A mediana das previsões de mercado para o PIB de 2022, por outro lado, passou para 2,1% em julho, ante a 2,3% em abril.

GRÁFICO 2. EXPECTATIVAS PARA O PIB - BOLETIM FOCUS



Fonte: Boletim Focus/Banco Central. Elaboração: IFI.

Recuperação da atividade não está consolidada. Mesmo com o avanço da campanha de vacinação no Brasil, o percentual de pessoas completamente imunizadas (22,7%¹) encontra-se ainda distante do nível considerado seguro ou ideal, fato que pode afetar a normalização do sistema produtivo em meio à disseminação de variantes mais infecciosas do coronavírus. É válido pontuar que alguns países com taxas de vacinados mais elevadas voltaram a registrar aumento de casos pela variante Delta. Nesse sentido, o ritmo de expansão do comércio mundial, que beneficiou a economia brasileira ao longo do ano, pode ser também atenuado.

Em paralelo às dificuldades associadas ao controle da pandemia em nível global, a recuperação da confiança dos agentes e do crescimento econômico no restante do ano pode ainda ser abalada pelo risco de racionamento energético, dado o baixo nível dos reservatórios de hidrelétricas do país, e pelas condições ainda desfavoráveis no mercado de trabalho. Destaca-se o elevado índice de desemprego e o efeito da inflação persistente na renda das famílias. Além disso, o risco fiscal voltou a aumentar, mapeado inclusive pelo Banco Central, e a tendência de uma alta mais expressiva da Selic deverá prejudicar o dinamismo da demanda agregada.

Apesar dos riscos mapeados, que adicionam muitas incertezas à atividade ao longo do segundo semestre, as informações dos dados de alta frequência já divulgados (em especial o IBC-Br de junho e o *carry-over* de 0,6% deixado para o terceiro trimestre) colocam um viés de alta na projeção da IFI para o PIB de 2021, atualmente em 4,2%, no cenário base. Vale dizer que o cenário otimista contempla estimativa de 5,4%. Ao mesmo tempo, as projeções para 2022 tendem a ser menores, considerando-se os fatores acima apontados.

1.2 Mercado de trabalho

Retorno de pessoas à força de trabalho pressiona a taxa de desemprego. A taxa de desemprego atingiu 14,6% da força de trabalho no trimestre encerrado em maio, resultado que configura elevação de 1,7 p.p. em relação à taxa registrada em igual período do ano anterior (12,9%), de acordo com as estatísticas extraídas da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE. O indicador continua em nível historicamente elevado, com 14,8 milhões de pessoas nessa condição. O resultado refletiu o aumento da força de trabalho (2,9%) em magnitude superior ao observado na população ocupada (0,6%) na comparação interanual.

Nota-se que apesar do avanço observado nas contratações, o que não ocorria desde março de 2020, nessa base de comparação, a taxa de desemprego foi pressionada pelo retorno à força de trabalho de uma parte de indivíduos que haviam migrado para a inatividade, desencorajada pela falta de oportunidades decorrente da pandemia. Esse movimento pode ser motivado, em certa medida, pela maior sensação de segurança promovida pela ampliação da vacinação nos últimos meses e pela melhora dos indicadores de atividade econômica.

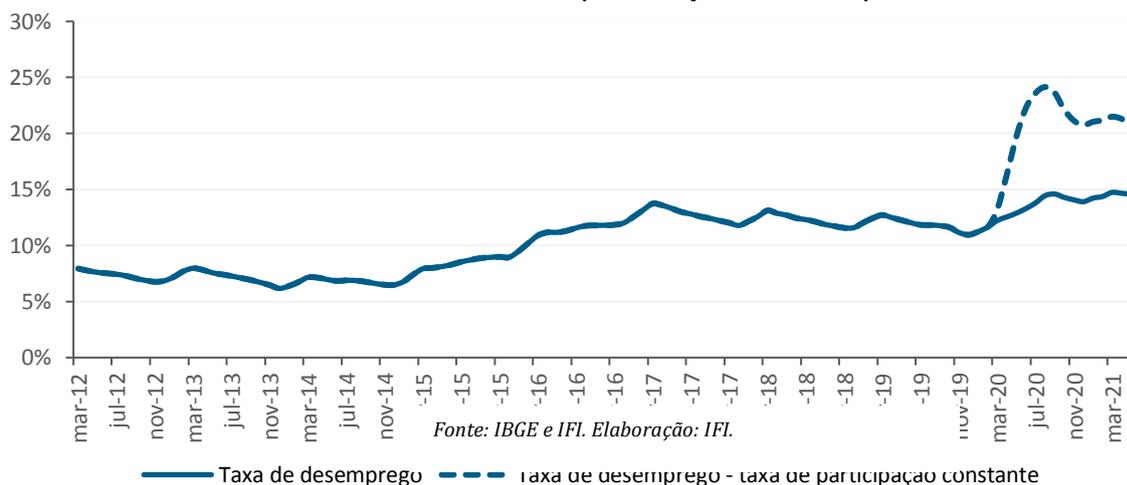
Taxa de desemprego estaria em 20,7% caso a taxa de participação fosse mantida no nível pré-pandemia. Para ilustrar o efeito da recomposição da força de trabalho sobre a taxa de desemprego, calcula-se que o indicador teria atingido 20,7%, no trimestre encerrado em maio, caso a taxa de participação estivesse no nível pré-pandemia, como se observa no Gráfico 3. A saber, em fevereiro de 2020, a participação era de 61,7%.

A relação entre o número de pessoas que compõe a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar (indicador conhecido como taxa de participação) atingiu 57,3% no trimestre encerrado em maio, avançando 0,4 p.p. em relação ao patamar registrado no mesmo período do ano anterior. O cálculo do desemprego com a taxa pré-pandemia é útil para observar que o desemprego seria mais elevado se muitas pessoas não tivessem parado de procurar uma ocupação. Isto é, permite avaliar o quadro da precariedade do mercado de trabalho de maneira mais completa.

Caso as contratações não avancem a um ritmo expressivo, suficiente para absorver as pessoas que estão voltando à força de trabalho, a tendência é que a taxa de desemprego permaneça em patamares historicamente elevados.

¹ Informação de 12 de agosto, obtida em: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>

GRÁFICO 3. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)



Resultado positivo da ocupação no trimestre encerrado em maio foi puxado pelo aumento da informalidade. A Tabela 2 contém informações referentes à população ocupada da economia, extraídas da PNAD Contínua. Os números mostram aumento de trabalhadores informais² (de 32,3 milhões no trimestre encerrado em maio de 2020 para 34,7 no trimestre encerrado em maio de 2021 e variação de 7,5%), com destaque ao avanço do número de pessoas ocupadas por conta própria. O número de pessoas nessa posição passou de 22,4 milhões para 24,4 milhões (alta de 8,7%). A título de comparação, o número de trabalhadores formalizados sofreu redução de 3,1% nessa base de comparação (passando de 53,6 milhões para 51,9 milhões), ainda que de menor magnitude quando comparada à taxa registrada no trimestre anterior.

TABELA 2. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO

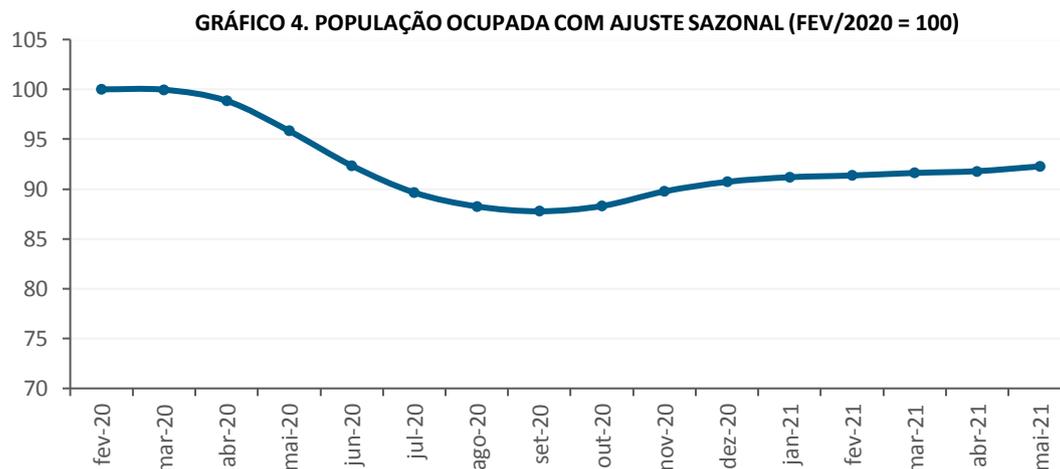
Indicadores de emprego	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Percentual em relação ao total de ocupados		
	mai/20	abr/21	mai/21	mai/20	abr/21	mai/21	mai/20	abr/21	mai/21
População ocupada	85.936	85.940	86.708	-7,5%	-3,7%	0,9%	100%	100%	100%
Informal*	32.297	34.222	34.712	-15,3%	-1,1%	7,5%	37,6%	39,8%	40,0%
Formal	53.639	51.718	51.996	-2,2%	-5,4%	-3,1%	62,4%	60,2%	60,0%
Setor privado	40.321	39.357	39.603	-9,6%	-7,0%	-1,8%	46,9%	45,8%	45,7%
Trabalhador doméstico	5.033	4.952	5.027	-18,6%	-10,4%	-0,1%	5,9%	5,8%	5,8%
Setor público	12.255	11.824	11.954	6,2%	-0,7%	-2,5%	14,3%	13,8%	13,8%
Empregador	4.034	3.766	3.723	-8,8%	-10,4%	-7,7%	4,7%	4,4%	4,3%
Conta própria	22.415	24.040	24.373	-6,7%	2,8%	8,7%	26,1%	28,0%	28,1%
Trabalhador familiar auxiliar	1.879	2.002	2.028	-13,0%	5,4%	7,9%	2,2%	2,3%	2,3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Patamar atual da população ocupada encontra-se 6,8% abaixo do observado em fevereiro de 2020. A série dessazonalizada da população ocupada exibe uma trajetória ascendente desde o terceiro trimestre de 2020, mas ainda insuficiente para levar o nível de emprego ao patamar observado antes da pandemia, como se observa no Gráfico 4. Entre

² Inclui as seguintes posições: setor privado e doméstico sem carteira assinada, empregador e conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar.

abril e maio, os dados dessazonalizados pela IFI mostram que a população ocupada avançou de 85,9 para 86,7 milhões (abaixo dos 93,7 milhões de ocupados em fevereiro de 2020).



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

Os dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), por sua vez, exibem quadro mais favorável para o emprego com carteira assinada. O estoque de trabalhadores com carteira assinada no trimestre encerrado em maio de 2021 chegou a 40,4 milhões de pessoas, de acordo com o Novo Caged do Ministério da Economia. O crescimento foi de 4,6% em relação a igual período do ano anterior (38,6 milhões). Na mesma base de comparação, o número de pessoas ocupadas com carteira assinada (no setor privado e no setor público), segundo o IBGE, recuou de 32,3 milhões para 31 milhões (variação de -4,0%). Com a incorporação do dado de junho, já disponível no Novo Caged, a taxa de variação do estoque de emprego formal seguiu em expansão, alcançando 6,5% comparativamente ao mesmo período do ano passado.

A divergência entre os números da PNAD Contínua e do Novo Caged, amplificada na pandemia devido às modificações nas formas de levantamento das informações em cada pesquisa, prejudica a interpretação e a avaliação da real situação do mercado de trabalho. As razões dessa discrepância, apontadas, por exemplo, por Corseuil e Russo (2021)³ e Duque (2020)⁴, estão sendo monitoradas pela IFI.

1.3 Inflação e política monetária

Em julho, o IPCA acumulou alta de 8,99% em doze meses. A inflação ao consumidor, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acelerou de 0,53% em junho para 0,96% em julho, a maior variação para o mês desde 2002. A taxa acumulada em doze meses segue em processo de aceleração, avançando de 8,35% em junho para 8,99% em julho. No ano (de janeiro a julho), o IPCA acumula variação de 4,76%, indicando que a inflação deve ficar acima da meta (3,75%) e do limite superior do intervalo de tolerância (5,25%) fixado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 2021⁵.

³ Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/210318_cc_50_nota_22_amostra_da_pnad_continua.pdf

⁴ Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/evidencias-da-subnotificacao-de-desligamentos-do-caged>

⁵ “Se a inflação ao final do ano se situar fora do intervalo de tolerância, o presidente do BC tem de divulgar publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, presidente do CMN, contendo descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito”. Para mais detalhes sobre o regime de metas para a inflação acesse: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>

Maiores influências positivas vieram de habitação, transportes e alimentação. Dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados pelo IBGE, oito exibiram alta de preços no mês de julho (Tabela 3). O maior impacto (de 0,48 ponto percentual) e a maior variação (alta de 3,10%) veio do grupo habitação, influenciado, em grande medida, pelo reajuste do valor da bandeira tarifária de energia elétrica (“vermelha patamar 2”). A segunda maior contribuição (0,32 p.p.) partiu do desempenho do grupo transportes (alta de 1,52%), acompanhando as elevações nos itens passagens aéreas e combustíveis. Na sequência, o grupo alimentação e bebidas (alta de 0,60%), impactado pelas condições climáticas adversas, contribuiu com 0,13 p.p. para a inflação cheia no mês.

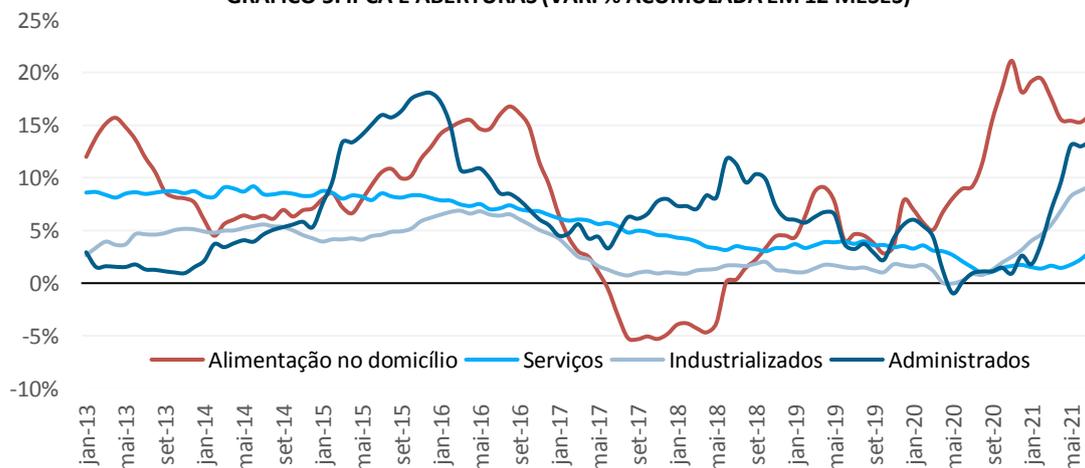
TABELA 3. VARIAÇÃO POR GRUPOS (NO MÊS E EM 12 MESES)

Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	mai/21	jun/21	jul/21	mai/21	jun/21	jul/21
Índice geral	0,83%	0,53%	0,96%	8,06%	8,35%	8,99%
Alimentação e Bebidas	0,44%	0,43%	0,60%	0,44%	0,43%	13,27%
Habitação	1,78%	1,10%	3,10%	1,78%	1,10%	11,21%
Artigos de Residência	1,25%	1,09%	0,78%	1,25%	1,09%	12,24%
Vestuário	0,92%	1,21%	0,53%	0,92%	1,21%	5,19%
Transportes	1,15%	0,41%	1,52%	1,15%	0,41%	15,90%
Saúde e Cuidados Pessoais	0,21%	-0,12%	0,12%	0,21%	-0,12%	1,83%
Despesas Pessoais	0,76%	0,51%	-0,65%	0,76%	0,51%	3,17%
Educação	0,21%	0,29%	0,45%	0,21%	0,29%	2,52%
Comunicação	0,06%	0,05%	0,18%	0,06%	0,05%	-0,81%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

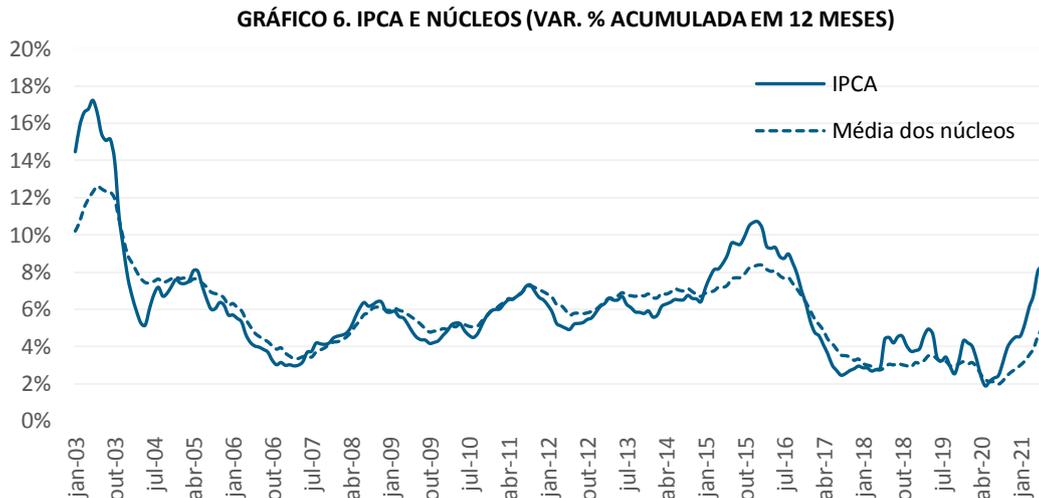
Abertura do IPCA passou a mostrar aceleração da inflação de serviços. O avanço do IPCA acompanhou tanto a dinâmica dos preços livres (alta de 0,7% no mês e variação acumulada de 7,4% em doze meses) quanto a dos preços administrados (1,7% e 13,5%). Dentre os preços livres (conjunto de itens mais sensíveis às condições de oferta e de demanda), as pressões mostraram-se generalizadas, com destaque às aberturas de alimentação no domicílio (0,8% e 16,0%) e bens industriais (0,7% e 9,2%), embora seja importante realçar que a reabertura da economia tem contribuído acelerar os preços de serviços (0,7% e 3,0%), como se pode observar no Gráfico 5. O espraiamento da inflação sobre os serviços é uma das razões a explicar a provável alta mais intensa e mais duradoura da meta Selic pelo Banco Central, com impactos potenciais sobre a atividade e a dinâmica da dívida/PIB.

GRÁFICO 5. IPCA E ABERTURAS (VAR. % ACUMULADA EM 12 MESES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Comportamento do coeficiente de difusão e dos núcleos reforça persistência da inflação. O coeficiente de difusão do IPCA, que mede o percentual de itens que registraram variação positiva no mês, recuou de 64,5% em junho para 63,7% em julho, mas continua indicando um cenário de disseminação dos reajustes de preços. De maneira similar, a média dos núcleos⁶ de inflação construídos pelo Banco Central (diversas medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 0,53% em junho para 0,59% em julho (de 5,0% para 5,5% no acumulado em 12 meses – Gráfico 6).



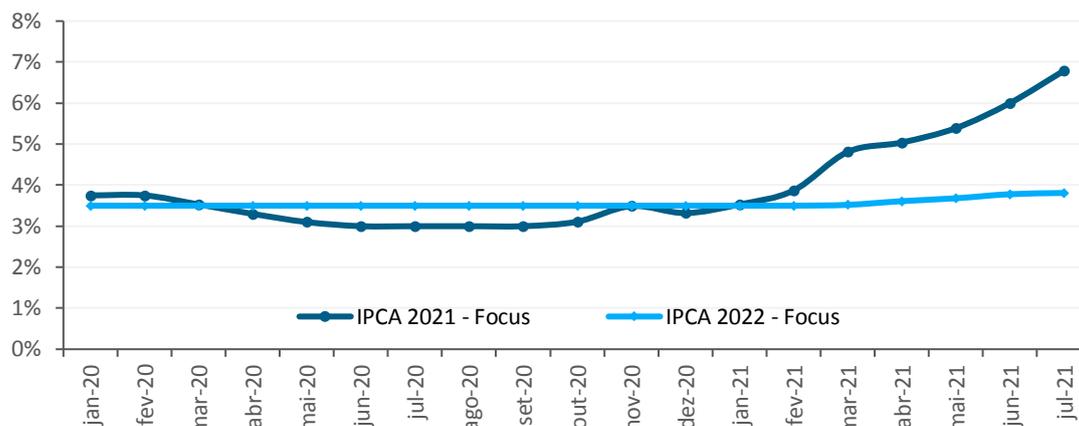
Fonte: IBGE. e Banco Central. Elaboração: IFI.

Persistência dos choques inflacionários tem provocado revisão para cima nas expectativas para 2021 e 2022.

Em julho, as expectativas de mercado para o IPCA de 2021 e 2022, apuradas pelo Boletim Focus, estão em 6,8% (ante aos 5,4% em maio e 6,0% em junho) e 3,8% (ante 3,8% em junho e 3,7% em maio), permanecendo, assim, acima da meta, deste (3,75%) e do próximo ano (3,5%). A elevação nos preços de *commodities* em reais, a escassez hídrica e o impacto sobre as tarifas de energia elétrica e os gargalos na cadeia de suprimentos, vêm impactando os preços ao consumidor nos últimos meses. O avanço nos preços de serviços, na esteira da flexibilização das restrições de mobilidade, passou a adicionar uma nova pressão altista sobre o IPCA. Some-se a isso o risco fiscal, a ser discutido na seção de Conjuntura Fiscal deste relatório.

⁶ O conjunto proposto pelo Banco para acompanhamento conjuntural é formado por cinco núcleos: Ex-0, Ex-3, MS, DP e P55, conforme Relatório de Inflação de Junho de 2020: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202006/ri202006b10p.pdf>

GRÁFICO 7. EXPECTATIVAS DE MERCADO - IPCA



Fonte: Boletim Focus/Banco Central. Elaboração: IFI.

Projeção da IFI para o IPCA tem viés de alta. Simulações preliminares⁷, com base na estimação de uma curva de Phillips para a inflação de preços livres e na previsão de preços administrados obtida no Boletim Focus, também indicam variação mais próxima de 7%, quase 1,5 p.p. acima da projetada pela IFI no cenário base de junho. A pressão inflacionária corrente mais generalizada, consequentemente, se traduz em maior inércia para a inflação de 2022 (cuja projeção atual está em 3,5%).

Copom intensifica ritmo de ajuste da Selic e expectativa de mercado para a taxa básica em dezembro de 2021 sobe para 7,25%. Com o objetivo de conter a deterioração das expectativas e assegurar o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central anunciou a elevação da taxa Selic em um ponto percentual, para 5,25%, acelerando a intensidade do ajuste sobre a taxa de juros que vinha sendo aplicado nas decisões anteriores (três aumentos de 0,75 p.p. em março, maio e junho). Para o próximo encontro (setembro), o comitê indicou ser necessário realizar outro ajuste de mesma magnitude, caso não se observem mudanças significativas no quadro de inflação e de atividade.

Em consequência dessas sinalizações, a mediana das expectativas de mercado para a taxa básica de juros no final de 2021 foi ajustada para 7,25% a.a. na semana encerrada no dia 6 de agosto (de 6,63% há um mês), com novas altas esperadas para as reuniões de setembro (1,0 p.p.), outubro (0,75 p.p.) e dezembro (0,50 p.p.). A alta da taxa básica afetará a dívida pública, diretamente, vale dizer.

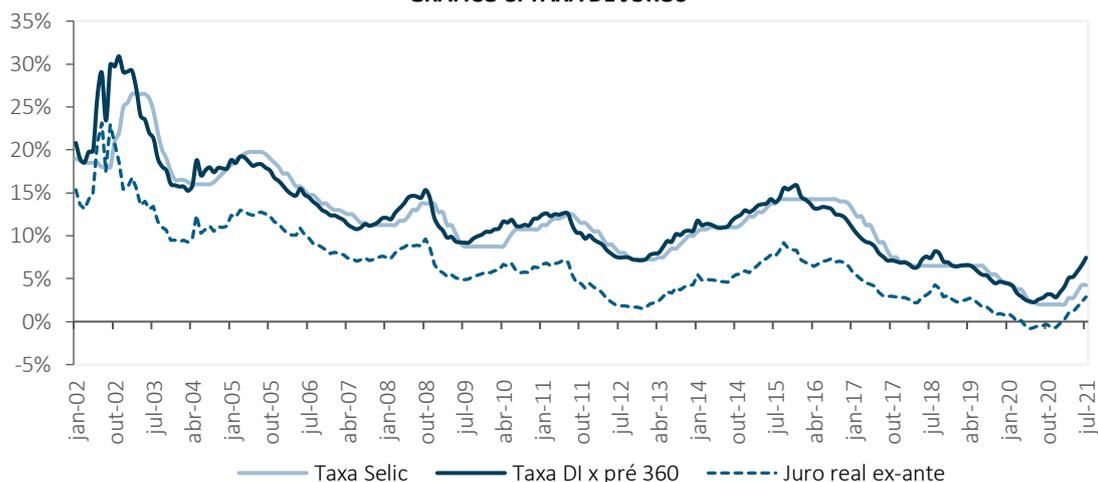
Taxa de juros real atingiu 2,9% em julho. Depois de permanecer no terreno negativo entre maio de 2020 e janeiro de 2021, a taxa de juros real *ex-ante* – relevante para as tomadas de decisões de consumo e investimento por levar em conta as expectativas dos agentes econômicos – voltou a subir (Gráfico 8). A taxa de juros real *ex-ante*, obtida com base na taxa das operações de *swap* pré-DI⁸ para o prazo de um ano (7,5%) descontada da taxa projetada da inflação⁹ no mesmo horizonte (4,5%) chegou ao patamar de 2,9% em julho. O processo de aperto monetário reduz o estímulo à economia em um momento em que a recuperação cíclica da atividade econômica não está garantida e a taxa de desemprego permanece elevada em termos históricos. O risco fiscal exacerba esse cenário.

⁷ Detalhes sobre metodologia podem ser obtidos no Estudo Especial nº13 “Metodologia de previsão das variáveis macroeconômicas”, disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/577405/EE13.pdf>

⁸ Taxa referencial dos contratos de swap entre DI e pré-fixada de 360 dias: fim de período, obtida no Ipeadata.

⁹ Projeção do IPCA 12 meses à frente (suavizada) obtida no Boletim Focus/BCB.

GRÁFICO 8. TAXA DE JUROS

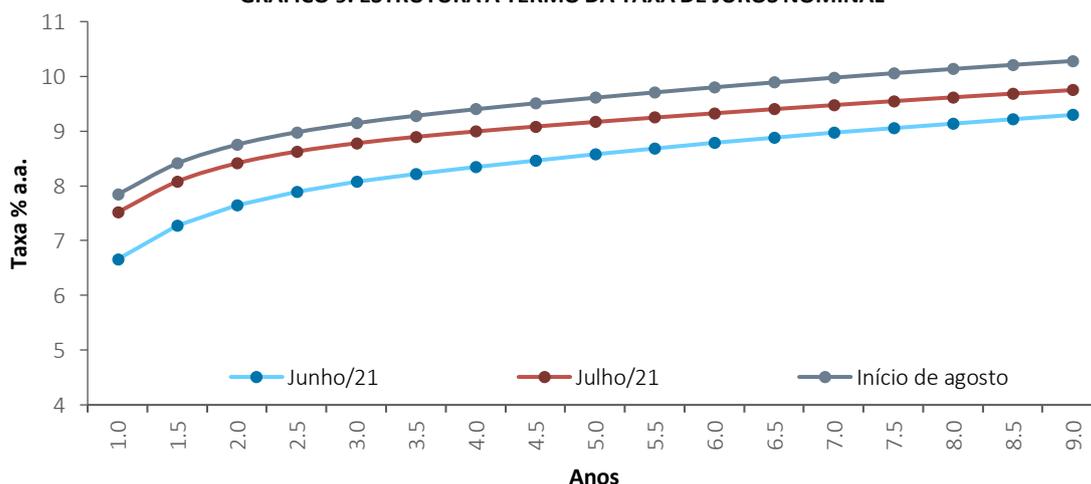


Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

Risco fiscal contribui para elevar juros exigidos pelo mercado nas operações com títulos públicos. A produção de espaço para acomodar políticas com eventuais retornos eleitorais e a consequente piora da percepção sobre o risco fiscal – intensificada pelas discussões sobre o Novo Refis, o Auxílio Brasil e a PEC dos precatórios¹⁰ –, dificulta a tarefa do Banco Central, ao criar incerteza adicional à trajetória prospectiva de inflação através da elevação dos prêmios de risco-país.

O Gráfico 9 mostra a estrutura a termo das taxas de juros – calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias de títulos públicos. Nota-se que a remuneração de um título com prazo de um ano subiu de 6,7% em junho, para 7,5% em julho e 7,8% no início de agosto (dados do dia 11), em termos nominais. Entre junho e agosto, a curva de juros deslocou-se para cima em cerca de 1,0 p.p. (no horizonte de nove anos, a taxa subiu de 9,3% para 10,3%). Esse movimento representa um aperto nas condições de financiamento, com prováveis efeitos negativos sobre a atividade econômica e a dinâmica da dívida/PIB.

GRÁFICO 9. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

¹⁰ Para mais informações, acesse o “Comentário da IFI nº12: Risco fiscal materializa-se com a PEC dos Precatórios”, disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/592076/C112.pdf>