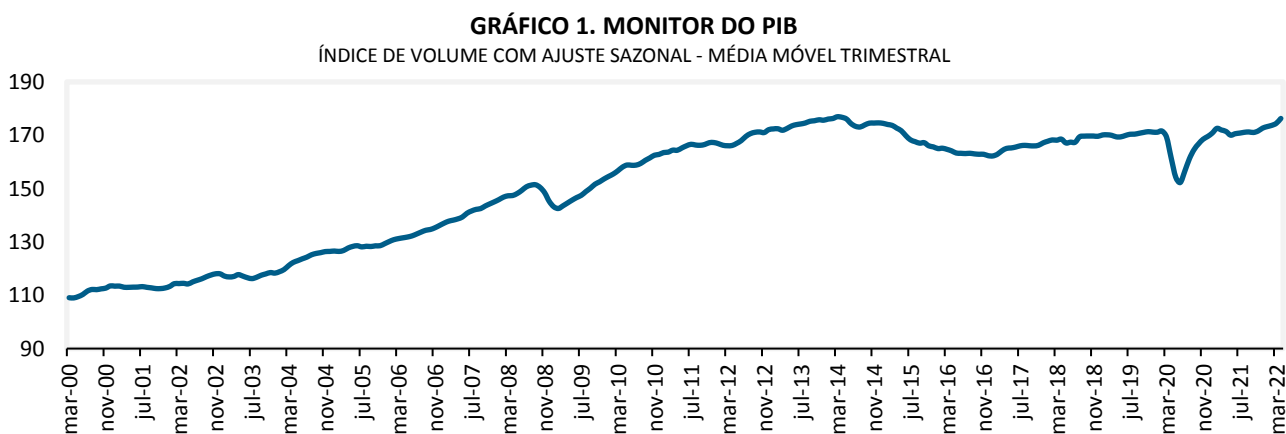


Para acessar o relatório completo, [clique aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

PIB deve crescer no segundo trimestre. Após ter avançado 1,0% no primeiro trimestre de 2022, na comparação com o trimestre anterior com ajuste sazonal, pouco acima da nossa expectativa (0,6%), os indicadores de alta frequência sugerem que o PIB deve seguir em expansão no segundo trimestre. Dados positivos do setor industrial, do comércio, dos serviços, além da recuperação em curso no mercado de trabalho, sustentam o quadro de resiliência da atividade econômica no primeiro semestre do ano. O Monitor do PIB, da Fundação Getulio Vargas (FGV), indicador que busca estimar o PIB em frequência mensal, registrou expansão de 0,3% em abril. Apesar da menor taxa de crescimento em comparação a março (1,5%), há uma tendência de aceleração na margem quando se observa a evolução da média móvel trimestral (Gráfico 1).



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Varejo ampliado avança 0,7% em abril. O volume de vendas no comércio varejista (PMC – Pesquisa Mensal de Comércio) cresceu 0,7% entre março e abril no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção. No mês anterior, o índice havia crescido 0,1%. A abertura da pesquisa mostra que o desempenho de abril foi sustentado, principalmente, pela expansão das vendas de móveis e eletrodomésticos (alta de 2,3%) e vestuário (1,7%). Com este resultado, considerando a manutenção do atual patamar em maio e junho, o carregamento estatístico (ou *carry-over*) do comércio varejista para o segundo trimestre é estimado em 1,6%. Os estímulos à renda disponível, como a antecipação do 13º salário dos aposentados e pensionistas do INSS (Instituto Nacional do Seguro Social) e a liberação dos recursos do FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço) tendem a beneficiar o consumo no segundo trimestre.

Setor de serviços cresce 0,2% em abril. O volume de serviços subiu 0,2% entre março e abril na série com ajuste sazonal, segundo dados da PMS (Pesquisa Mensal de Serviços) do IBGE. No mês anterior, o índice havia crescido 1,4%. A expansão do volume de serviços em abril acompanhou, em grande medida, a dinâmica dos serviços prestados às famílias (alta de 1,9%). Esse componente, atingido durante a pandemia, tem se beneficiado da normalização da mobilidade urbana. Com este resultado, considerando a manutenção do atual patamar em maio e junho, o *carry-over* dos serviços para o segundo trimestre é estimado em 1,1%.

Produção industrial sobe 0,3% em maio. Segundo a PIM (Pesquisa Industrial Mensal) do IBGE, a produção da indústria geral subiu 0,3% na passagem de abril para maio (na série com ajuste sazonal). No mês anterior, o índice havia crescido

0,2%. O resultado no mês refletiu o desempenho da indústria de transformação (alta de 0,8%), enquanto a indústria extrativa recuou 5,6%. O avanço do setor industrial em maio foi acompanhado por três das quatro grandes categorias econômicas, com destaque para a taxa positiva do setor de bens de capital (5,7%). Apesar da dinâmica positiva do setor produtor de bens de capital, impulsionado pela alta de preços de commodities, a produção industrial segue em patamar inferior ao observado antes da pandemia, limitada pela persistência de gargalos nas cadeias produtivas globais. Com o resultado positivo de maio, considerando a manutenção do atual patamar da indústria geral em junho, o *carry-over* para o segundo trimestre é estimado em 1,0%.

Entrada de recursos (INSS e FGTS) reforça cenário de alta da atividade no segundo trimestre. As pesquisas setoriais do IBGE até o momento apontam para a expansão do PIB no segundo trimestre, dada a magnitude do carregamento estatístico no comércio, nos serviços e na indústria (setores representativos na composição do PIB no lado da oferta). A expectativa de crescimento para o PIB no período é reforçada pelo saque extraordinário de até R\$ 1 mil do FGTS, ainda que pesquisa recente da FGV¹ com base na Sondagem do Consumidor pareça indicar um impacto limitado sobre o consumo. No levantamento, menos de um quarto dos entrevistados pretende consumir bens e serviços com os recursos, diante do quadro atual de inflação e endividamento elevados.

Economia deve perder fôlego no segundo semestre. Ao longo do segundo semestre, por outro lado, espera-se um arrefecimento do ritmo de expansão da atividade econômica. O impacto do aperto monetário em curso pelo Banco Central sobre a demanda agregada e o menor dinamismo do crescimento mundial deve atuar negativamente sobre o desempenho da economia nos próximos trimestres. Diante do avanço da inflação – influenciado pelos desarranjos nas cadeias globais de produção e pela elevação dos preços de commodities, intensificada com a guerra –, bancos centrais estão retirando estímulos monetários adotados durante o enfrentamento da pandemia. A postura contracionista da política monetária tem afetado as perspectivas de crescimento econômico nas principais economias.

Incertezas em torno das projeções para o PIB (1,4% em 2022 e 0,7% em 2023) seguem elevadas. Por ora a expectativa para o crescimento do PIB desse ano está mantida em 1,4%, mas ajustamos ligeiramente a taxa de variação esperada para 2023 (de 0,8% para 0,7%) em função da revisão do patamar da taxa básica de juros (13,75% em 2022 e 10,25% em 2023) autorizada pelas sinalizações recentes do Banco Central. As incertezas em torno das projeções, no entanto, seguem elevadas. As medidas recentes de cortes de impostos (Lei Complementar nº 194/2022) e de ampliação de transferências sociais (PEC nº 1/2022 – aprovada pelo Senado Federal e em apreciação na Câmara dos Deputados), em especial o aumento do benefício do programa Auxílio Brasil, podem produzir algum efeito positivo sobre a demanda agregada por meio da ampliação da massa de rendimentos disponível para o consumo. Por outro lado, o aumento da percepção do risco associado à sustentabilidade das contas públicas, já materializado no deslocamento da curva futura de juros e na ampliação do prêmio de risco-país, tende a produzir efeitos negativos defasados sobre a atividade econômica. Em termos práticos, as expectativas de juros e inflação em alta, embutidas na estrutura a termo, indica a elevação do custo dos empréstimos e financiamentos, desestimulando o consumo e o investimento.

1.1 Mercado de trabalho

Indicadores do mercado de trabalho mantêm trajetória de recuperação. Os dados divulgados pelo IBGE na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) mostram queda da taxa de desemprego, aumento da população ocupada e diminuição do desalento. Essa dinâmica positiva reforça a perspectiva de crescimento do PIB no segundo trimestre desse ano.

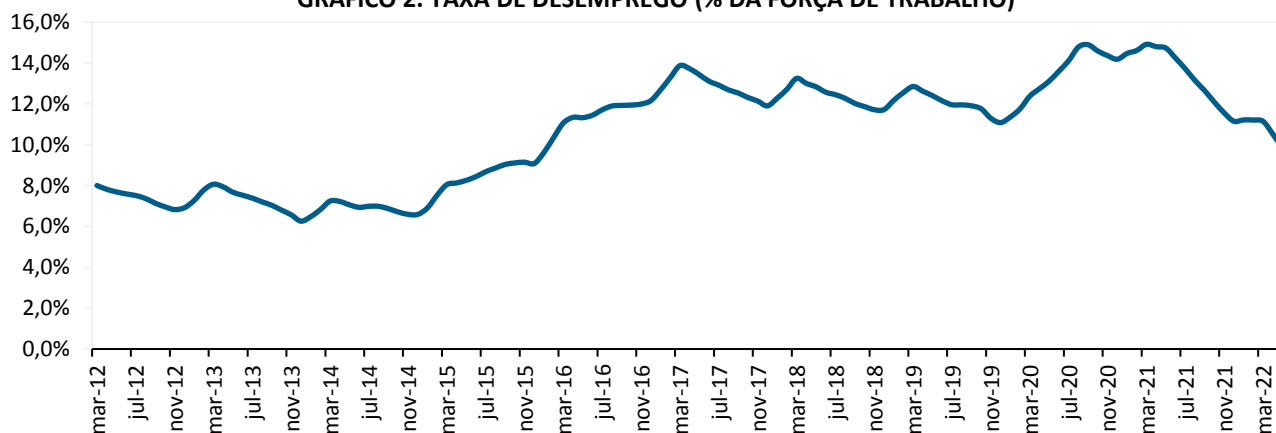
¹ Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/para-onde-vaos-saques-do-fgts-e-antecipacao-do-13o-de-aposentados-e-pensionistas>

TABELA 1. INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO

Item	Valores (milhões)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior		
	mai/20	mai/21	mai/22	mai/20	mai/21	mai/22
A - População em idade ativa	169,7	171,4	172,9	1,0%	1,0%	0,9%
A.1 - População fora da força de trabalho	69,9	68,0	64,8	14,7%	-2,8%	-4,7%
A.2 - População na força de trabalho	99,8	103,4	108,1	-6,8%	3,6%	4,6%
A.2.1 - População desocupada	13,1	15,2	10,6	-1,4%	16,3%	-30,2%
A.2.2 - População ocupada	86,7	88,2	97,5	-7,5%	1,7%	10,6%
População ocupada no mercado informal	32,2	34,8	39,1	-15,4%	7,9%	12,5%
População ocupada no mercado formal	54,5	53,4	58,4	-2,1%	-2,0%	9,4%
Taxa de desemprego (A.2.1/A.2)	13,1%	14,7%	9,8%	0,7 p.p.	1,6 p.p.	-4,9 p.p.
Nível de ocupação (A.2.2/A)	51,1%	51,4%	56,4%	-4,7 p.p.	0,3 p.p.	4,9 p.p.
Taxa de participação (A.2/A)	58,8%	60,3%	62,5%	-4,9 p.p.	1,5 p.p.	2,2 p.p.

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

A taxa de desemprego atingiu 9,8% da força de trabalho no trimestre encerrado em maio, situando-se 4,9 pontos percentuais (p.p.) abaixo da taxa registrada no mesmo período do ano anterior (14,7%). A redução da taxa de desemprego decorre da recuperação da população ocupada, cujo contingente atingiu 97,5 milhões de pessoas (expansão de 10,6% frente ao mesmo período de 2021), superando o avanço da força de trabalho (alta de 4,6% na mesma comparação), composta pelas pessoas ocupadas ou procurando ocupação.

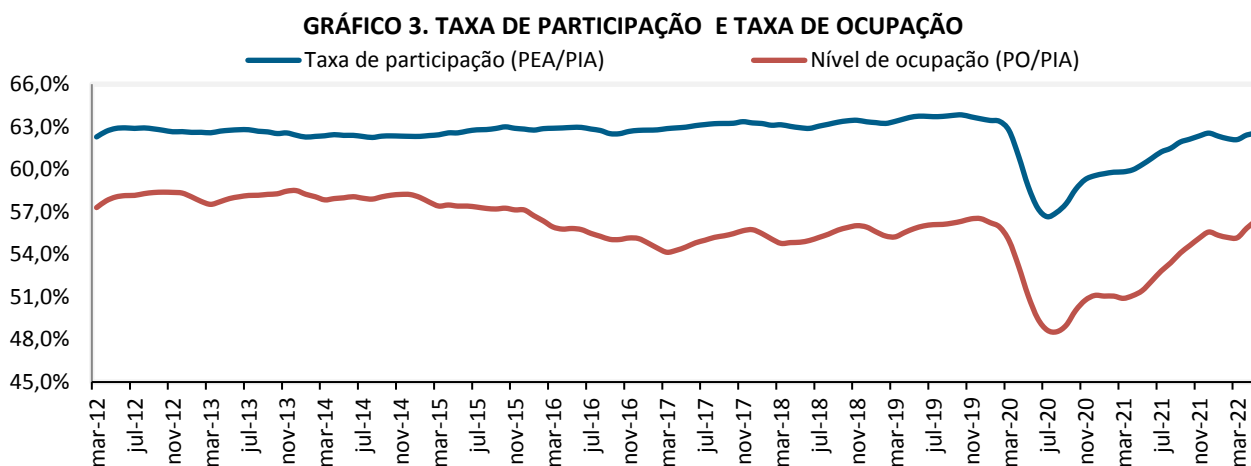
GRÁFICO 2. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Demanda por trabalho: aumento do emprego ocorre tanto no mercado formal quanto no informal. A população ocupada nos segmentos informais da economia (39,1 milhões de pessoas) cresceu 12,8% na comparação com o mesmo período do ano anterior, enquanto o emprego formal (58,4 milhões) subiu 9,4% no período. A expansão da população ocupada está impactando positivamente o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar). Em maio, o indicador aumentou para 56,4%, situando-se 4,9 p.p. acima do registrado no mesmo período de 2021 e 0,5 p.p. acima de fevereiro de 2020 (período anterior à pandemia).

Oferta de mão de obra: taxa de participação avança, mas se mantém abaixo do período pré-pandemia. O crescimento da força de trabalho impulsiona a taxa de participação, que representa uma medida da entrada e saída de pessoas em idade de trabalhar no mercado de trabalho. O indicador, expresso como a relação entre o número de pessoas

que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar, alcançou 62,5% no trimestre encerrado em maio (2,2 p.p. acima do patamar do mesmo período do ano anterior). A taxa de participação está evoluindo de forma positiva, indicando o retorno de pessoas ao mercado de trabalho, embora permaneça em patamar inferior aos meses que antecederam a pandemia (63,4%).

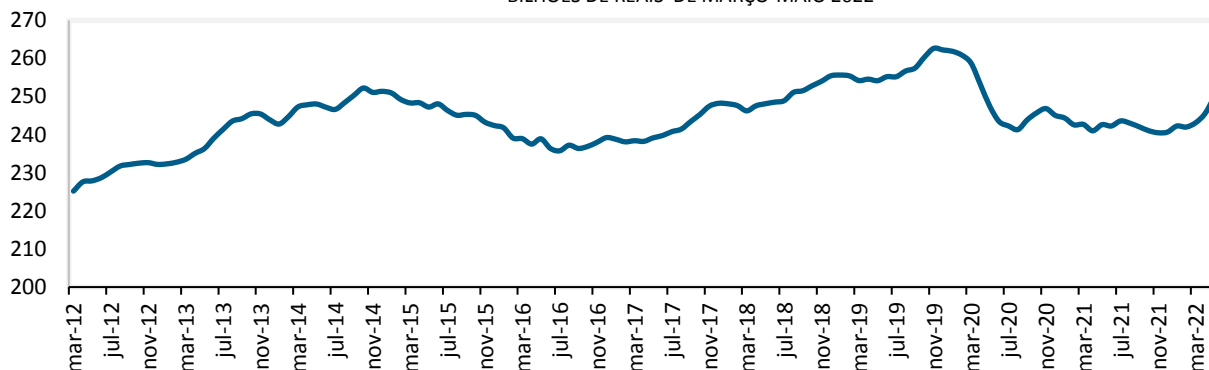


Diminuição do desalento reforça quadro de maior dinamismo no mercado de trabalho. No trimestre encerrado em maio, o contingente de pessoas desalentadas – indivíduos que não realizam busca efetiva por trabalho, mas gostariam e estavam disponíveis para trabalhar – chegou a 4,3 milhões de pessoas, 22,6% abaixo do mesmo período de 2021 (5,6 milhões), ratificando o cenário de recuperação das condições do mercado de trabalho.

Expectativa para a taxa média de desemprego é reduzida de 11,0% para 10,7% em 2022. Mesmo com o avanço da força de trabalho e da taxa de participação, reflexo do retorno de pessoas até então inativas ao mercado de trabalho, possivelmente pelo arrefecimento da pandemia e da recuperação da atividade, a projeção da IFI para a taxa média de desemprego em 2022 foi ajustada para baixo, de 11,0% para 10,7%, em função do forte ritmo de expansão das contratações.

Melhora na geração de empregos contribui com expansão da massa salarial. Ainda segundo dados da PNAD Contínua, o rendimento médio real no trimestre encerrado em maio recuou 7,9% na comparação com o mesmo período do ano anterior, impactado negativamente pela inflação elevada. Já a massa de rendimento do trabalho, indicador que combina a evolução da renda com a população ocupada, avançou 3,0% em termos reais na mesma comparação. O Gráfico 4 exibe uma trajetória de recuperação da massa de rendimento, embora permaneça distante do nível pré-pandemia.

GRÁFICO 4. MASSA DE RENDIMENTO REAL DO TRABALHO
BILHÕES DE REAIS DE MARÇO-MAIO 2022

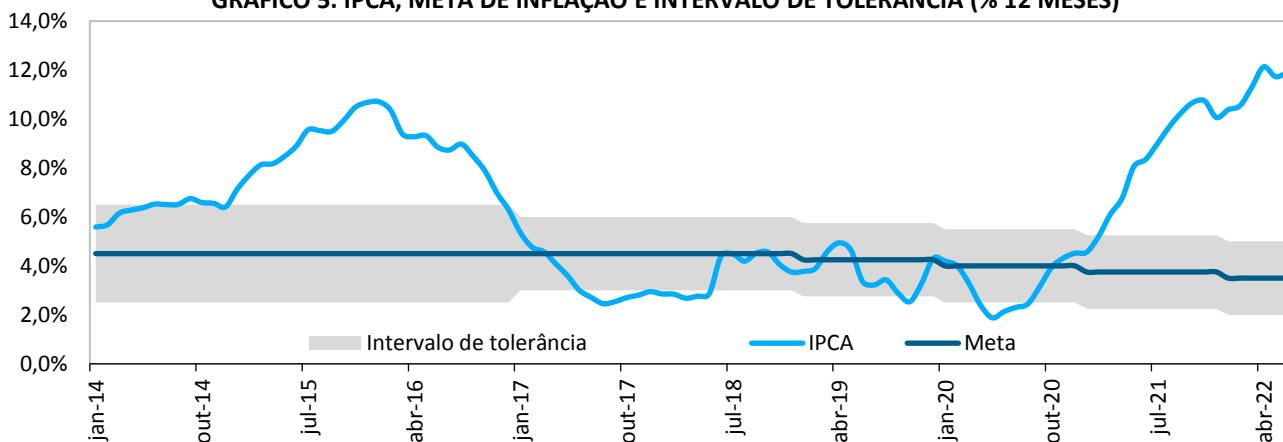


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.2 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor acelera em junho. O IPCA de junho registrou alta de 0,67%, 0,2 p.p. acima da taxa registrada em maio (0,47%). Em 12 meses, o IPCA acumulou alta de 11,89%, acima dos 11,73% registrados nos 12 meses imediatamente anteriores. A inflação ao consumidor segue acima de 10% desde setembro de 2021 e supera o limite superior da meta definida pelo Copom (Comitê de Política Monetária) do Banco Central para 2022 (referência de 3,5% com intervalo de 1,5 p.p. para cima e para baixo).

GRÁFICO 5. IPCA, META DE INFLAÇÃO E INTERVALO DE TOLERÂNCIA (% 12 MESES)



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Média dos núcleos acelera, alcançando 10,50% em junho. O índice de difusão, que mede a proporção de bens e serviços que tiveram aumento de preços no período, em relação ao total de itens pesquisado pelo IBGE, desacelerou de 72,4% para 66,6%, permanecendo, no entanto, em patamar elevado. Já a média dos núcleos monitorados pelo Banco Central – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade – avançou de 10,11% para 10,50%, no acumulado de 12 meses, revelando um quadro de inflação ainda persistente.

TABELA 2. IPCA: VARIAÇÃO NO MÊS E EM 12 MESES

Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	abr/22	mai/22	jun/22	abr/22	mai/22	jun/22
IPCA	1,06%	0,47%	0,67%	12,13%	11,73%	11,89%
Preços administrados	0,55%	-0,51%	0,48%	15,05%	12,09%	11,73%
Preços livres	1,25%	0,83%	0,74%	11,10%	11,60%	11,94%
Alimentação no domicílio	2,59%	0,43%	0,63%	16,11%	16,35%	16,69%
Serviços	0,66%	0,85%	0,90%	6,93%	8,00%	8,73%
Industrializados	1,22%	1,06%	0,58%	14,22%	13,97%	13,73%
Média dos núcleos	0,95%	0,93%	0,89%	9,69%	10,11%	10,50%

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Aceleração do IPCA de junho refletiu alta de preços administrados, serviços e alimentação no domicílio. Entre maio e junho, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de -0,51% para 0,48% (variação acumulada de 11,73% em doze meses), impactado, em grande medida, pela alta nos preços dos planos de saúde decorrente do reajuste de até 15,50% autorizado pela ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar). Já os preços livres exibiram alta de 0,74%, desacelerando frente a abril (0,83%). Em 12 meses, a variação desses preços avançou de 11,60% para 11,94%. A abertura existente para os preços livres mostra que a maior pressão em junho partiu dos serviços (variação de 0,90% no mês e 8,73% em 12 meses). Os preços da alimentação no domicílio também avançaram (0,63% e 16,69%), enquanto os preços industriais desaceleraram (0,58% e 13,73%).

Apesar do quadro ainda adverso, a projeção para o IPCA de 2022 foi revisada de 8,6% para 7,4%, levando em consideração o impacto das medidas contidas na Lei Complementar nº 194/2022. Dentre as iniciativas contidas na lei, com o intuito de atenuar o impacto da alta dos combustíveis, a redução temporária para zero de impostos federais (Cide e PIS/Cofins) sobre gasolina e etanol e o estabelecimento de um limite permanente para as alíquotas do ICMS sobre bens essenciais (ao patamar de 17%-18%, a depender da unidade da federação), incluindo combustíveis, energia elétrica e telecomunicações, devem reduzir a inflação corrente. A expectativa para o IPCA desse ano foi revisada de 8,6% para 7,4%, enquanto a taxa de variação para 2023 subiu de 4,2% para 4,8% em função do efeito da recomposição das alíquotas dos impostos federais em janeiro do próximo ano.

Selic deve encerrar o ano em 13,75%, mantendo-se em patamar elevado em 2023. Os dados recentes mostram um quadro de resiliência da atividade econômica e inflação alta e ainda persistente. Em junho, o Copom decidiu elevar a taxa básica de juros em 0,5 p.p., para 13,25%. Como a ata divulgada após a reunião indica que haverá um novo aumento de igual ou menor magnitude, revisamos a projeção da Selic para o fim do ano de 13,25% para 13,75%. A perspectiva de um quadro inflacionário ainda desafiador e o deslocamento das pressões inflacionárias para o próximo ano, decorrente das medidas tributárias, deve afetar o espaço para redução dos cortes previstos atualmente. Nosso cenário contempla que a Selic no fim de 2023 atinja 10,25% (revisada de 9,5%).

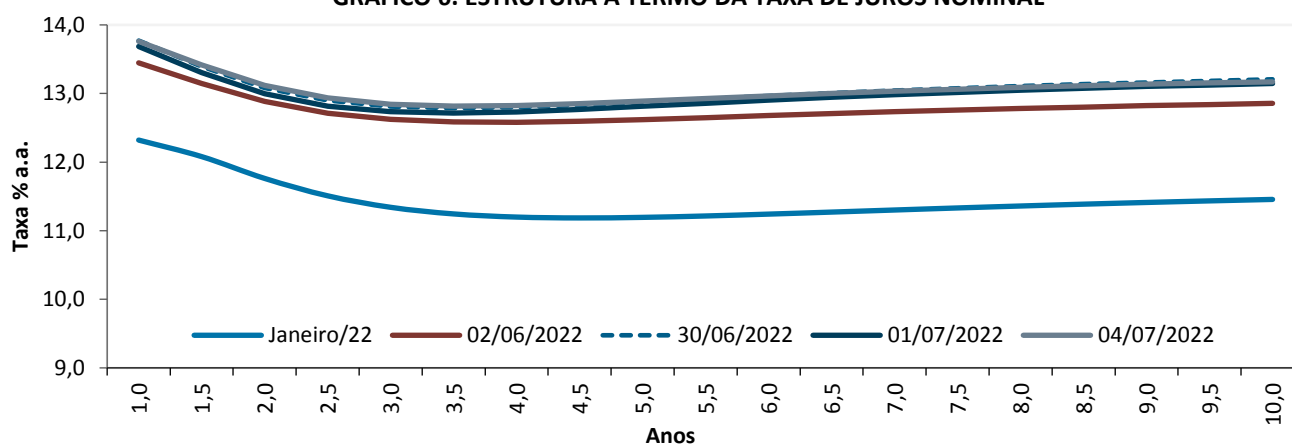
Projeções de inflação do cenário de referência do Copom ainda não contemplam efeitos das medidas tributárias para atenuar alta de preços de combustíveis. Ao discutir a atualização do cenário que justificou a decisão, o Copom menciona a deterioração do ambiente externo, marcado por uma desaceleração acentuada das perspectivas de crescimento mundial, o desempenho de indicadores de atividade econômica doméstica acima do esperado e a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, mais alta e persistente que o antecipado. No cenário de referência, as projeções de inflação do Copom situam-se em 8,8% para 2022 e 4,0% para 2023. Essas projeções, de toda forma, não incorporam os efeitos das medidas tributárias recentemente aprovadas, mas avaliou-se que elas devem reduzir sensivelmente a inflação no ano corrente e elevar, em menor magnitude, a do ano seguinte.

Balanco de riscos do Copom para a inflação prospectiva contempla preocupação com sustentabilidade da trajetória fiscal. Na análise do balanço de riscos para a inflação prospectiva, o Copom menciona a maior persistência

das pressões inflacionárias globais e a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e políticas fiscais que impliquem sustentação da demanda agregada entre os fatores de alta. Entre os riscos de baixa, ressalta uma possível reversão do aumento nos preços das commodities internacionais em moeda local e uma desaceleração da atividade econômica mais acentuada do que a projetada.

Curva de juros se desloca após aprovação da PEC 1 no Senado. Como se observa no Gráfico 6, que mostra a estrutura a termo calculada pela Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) com base nas negociações secundárias de títulos públicos, a remuneração em termos nominais de um título com prazo de um ano no início de julho, um dia após a aprovação da PEC nº 1/2022 no Senado Federal, é mais elevada comparativamente ao que se observava um mês atrás, no final de junho. Ao mesmo tempo, a parte mais longa da curva de juros deslocou-se para cima, provavelmente, refletindo, entre outros fatores, o aumento da percepção do risco fiscal pelo mercado.

GRÁFICO 6. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.