

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

As perspectivas de mudanças na regra do teto de gastos e de abertura de espaço no Orçamento de 2022, que ganharam força com a aprovação em segundo turno na Câmara dos Deputados da PEC nº 23/2021, estão provocando um forte aumento dos juros exigidos nos leilões de títulos públicos. Entre setembro e outubro, a remuneração de um título com prazo de um ano subiu de 9,0% para 12,0% em termos nominais. As taxas de maturação mais longas também aumentaram de maneira expressiva, representando um aperto nas condições de financiamento. As perspectivas dos agentes econômicos para as principais variáveis macroeconômicas, conseqüentemente, estão sendo revisadas.

O ambiente de extrema volatilidade e incerteza eleva a probabilidade de materialização, ao menos no curto prazo, do cenário pessimista delineado pela IFI no RAF de outubro¹. Essa perspectiva, que incorpora a materialização do risco de uma política fiscal mais expansionista e de eventuais mudanças nas regras fiscais, é marcada por uma inflação mais resiliente e uma reação muito mais lenta do produto e do mercado de trabalho.

1.1 Atividade econômica

Os indicadores de atividade apresentaram um comportamento heterogêneo entre os setores no terceiro trimestre. O índice de produção industrial, divulgado pelo IBGE na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) apresentou variação de -0,4% entre agosto e setembro, quando descontados os efeitos sazonais. A perda de dinamismo das indústrias de transformação reflete, em grande medida, as interrupções de fornecimento de insumos utilizados na produção de algumas cadeias devido à desorganização dos fluxos imposta pela pandemia e ao aumento de custos (dentre os quais a desvalorização do real e a elevação de patamar dos preços de *commodities* e da tarifa de energia elétrica). Entre o segundo e o terceiro trimestres, a produção recuou 1,7%, na série com ajuste sazonal.

Serviços é o único vetor de crescimento do PIB. A redução da renda disponível das famílias, no contexto de alta da inflação, continua afetando a dinâmica das vendas no varejo. De acordo com o IBGE, na Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), o índice do volume de vendas no varejo ampliado de agosto cedeu 1,1% na comparação com setembro, na série com ajuste sazonal. Entre o segundo e o terceiro trimestres, observou-se queda de 1,7%. Por outro lado, o setor de serviços ganha tração com o avanço da vacinação e a flexibilização das restrições de mobilidade. Na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS-IBGE), o volume de serviços em setembro recuou 0,6% comparado a agosto, na série com ajuste sazonal, mas avançou 3,0% na comparação trimestral.

Indicador consolidado de atividade sugere estabilidade para o PIB do terceiro trimestre. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, recuou 0,3% na passagem de agosto para setembro, na série com ajuste sazonal (Tabela 1). O índice recuou 0,1% na passagem do segundo para o terceiro trimestre, sugerindo estabilidade para o resultado do PIB no período.

¹ Disponível aqui: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/593636/RAF57_OUT2021.pdf

TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)		
	jul/21	ago/21	set/21	jul/21	ago/21	set/21
Produção industrial	-1,2%	-0,7%	-0,4%	-1,4%	-1,2%	-1,7%
Vendas no varejo ampliado	1,4%	-3,0%	-1,1%	2,6%	0,6%	-1,7%
Volume de serviços	1,1%	0,4%	-0,6%	3,1%	4,3%	3,0%
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	0,1%	-0,3%	-0,3%	-0,5%	0,1%	-0,1%

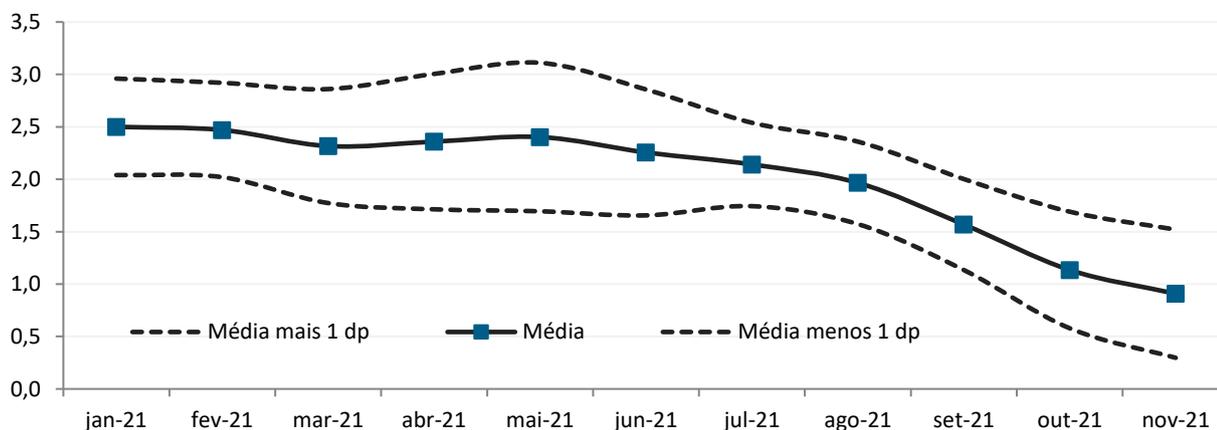
Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Indicadores de outubro trazem sinais mistos. Os índices de confiança empresarial e do consumidor produzidos pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) voltaram a subir, avançando, nessa ordem, 0,4 e 1,0 ponto percentual (p.p.) entre setembro e outubro. Dada a presença de muitos riscos em torno da recuperação da atividade econômica e da geração de emprego (alta da inflação, perda de credibilidade da condução da política fiscal, aperto da política monetária, incerteza eleitoral, crise energética e desaceleração do volume de comércio mundial), as variações positivas de outubro, muito provavelmente, não devem se sustentar nas divulgações seguintes.

Com relação aos indicadores industriais, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI), também publicado pela FGV na Sondagem da Indústria, também subiu ao passar de 80,2% setembro para 81,3% em outubro (em termos dessazonalizados). A produção de veículos nas montadoras do país, divulgada pela Anfavea (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores), por sua vez, recuou 0,2% na comparação mensal, intensificando a trajetória de declínio observada já desde o início do ano. Dentro da indústria de transformação, o segmento automotivo tem sido bastante afetado pela escassez de insumos.

No Boletim Focus, as projeções para o PIB de 2021 e 2022 migraram para 4,9% e 0,9%. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para o PIB de 2021 atingiu 4,9% no dia 12 de novembro (intervalo de um desvio-padrão entre 4,6% e 5,1%), depois de ter atingido 5,0% em setembro e 4,9% em outubro. A média das previsões de mercado cadastradas no Boletim Focus para o crescimento de 2022, por sua vez, encontra-se em 0,9% (com intervalo de um desvio-padrão entre 0,3% e 1,5%), recuando comparativamente ao que esperava em setembro (1,6%) e outubro (1,1%).

GRÁFICO 1. EXPECTATIVA FOCUS - PIB (2022)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

1.2 Mercado de trabalho

Taxa de desemprego registrou queda expressiva na comparação com o mesmo período do ano passado. A taxa de desemprego atingiu 13,2% da força de trabalho no trimestre encerrado em agosto, diminuindo 1,3 p.p. na comparação com igual período do ano anterior (14,5%), de acordo com as estatísticas obtidas na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do IBGE. A tendência que apareceu nos dados de julho foi reforçada na divulgação de agosto. O resultado refletiu o avanço expressivo da população ocupada (10,4%), em maior magnitude que a força de trabalho (8,8%).

Dinâmica do emprego informal explica maior parte da expansão da população ocupada. A população ocupada no país somou 90,2 milhões de pessoas no trimestre encerrado em agosto, subindo 10,4% na comparação com o mesmo período de 2020. Os números da Tabela 2 mostram que a melhora da ocupação foi impulsionada, principalmente, pela dinâmica do emprego informal² (de 31 milhões no trimestre encerrado em agosto de 2020 para 37,1 milhões no trimestre encerrado em agosto de 2021 e variação de 19,5%), com destaque ao avanço do número de pessoas ocupadas sem carteira no setor privado (23,3%) e por conta própria (18,1%). Ainda que em menor magnitude, o número de trabalhadores formalizados avançou de 50,6 milhões para 53,1 milhões (variação de 4,9%).

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		
	ago/20	jul/21	ago/21	ago/20	jul/21	ago/21	ago/20	jul/21	ago/21
População ocupada	81.666	89.042	90.188	-12,8%	8,6%	10,4%	100,0%	100,0%	100,0%
População ocupada no mercado informal	31.043	36.295	37.099	-19,9%	18,2%	19,5%	38,0%	40,8%	41,1%
População ocupada no mercado formal	50.623	52.747	53.089	-7,7%	2,8%	4,9%	62,0%	59,2%	58,9%
Setor privado	37.822	40.970	41.830	-15,6%	7,6%	10,6%	46,3%	46,0%	46,4%
Com carteira assinada	29.067	30.631	31.039	-12,0%	4,2%	6,8%	35,6%	34,4%	34,4%
Sem carteira assinada	8.755	10.339	10.791	-25,8%	19,0%	23,3%	10,7%	11,6%	12,0%
Trabalhador doméstico	4.559	5.332	5.524	-27,5%	16,1%	21,2%	5,6%	6,0%	6,1%
Setor público	11.912	11.790	11.589	2,1%	-2,7%	-2,7%	1,6%	1,5%	1,5%
Empregador	3.905	3.746	3.788	-10,2%	-4,9%	-3,0%	3,9%	4,5%	4,6%
Conta própria	21.521	25.172	25.409	-11,4%	17,6%	18,1%	14,6%	13,2%	12,8%
Trabalhador familiar auxiliar	1.947	2.032	2.048	-11,2%	7,2%	5,2%	4,8%	4,2%	4,2%

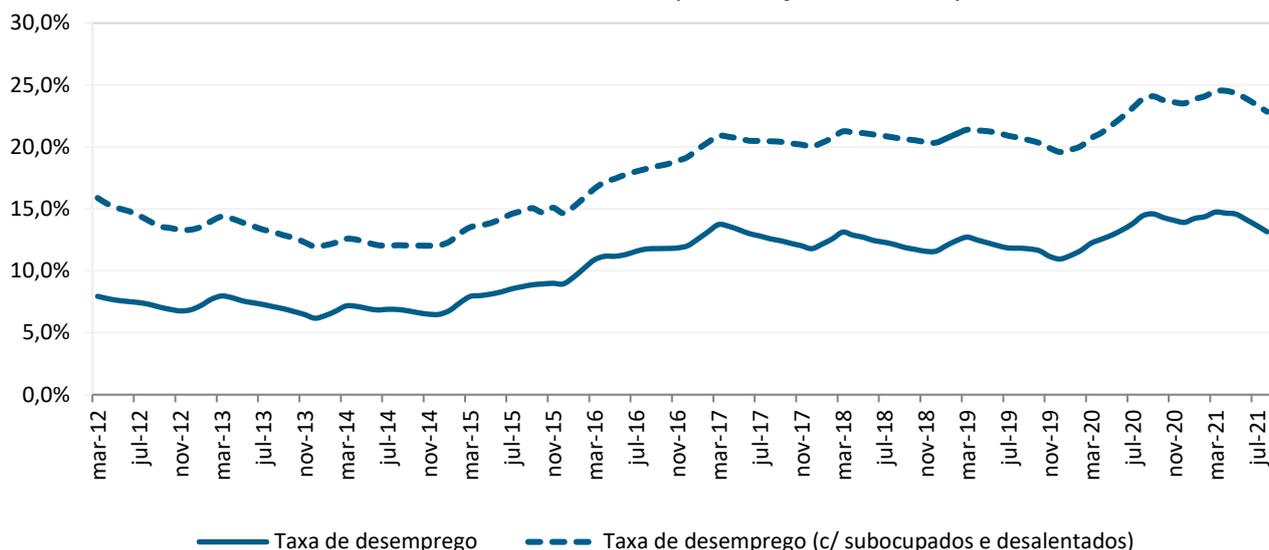
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Subutilização da força de trabalho ainda é elevada. No trimestre encerrado em agosto, o contingente de pessoas acima de 14 anos de idade desocupadas (13,7 milhões) ou subocupadas por insuficiência de horas trabalhadas (7,7 milhões) ou desalentadas³ (5,3 milhões) totalizou 26,7 milhões de indivíduos, configurando alta de 4,3% na comparação com mesmo período do ano anterior. Caso esses indivíduos que deixaram de trabalhar fossem contabilizados na força de trabalho, a taxa de desemprego estaria em 22,8%.

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

³ Pessoas desalentadas ou desestimuladas são aquelas que não haviam realizado busca efetiva, mas gostariam de ter um trabalho e estavam disponíveis para trabalhar na semana de referência.

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



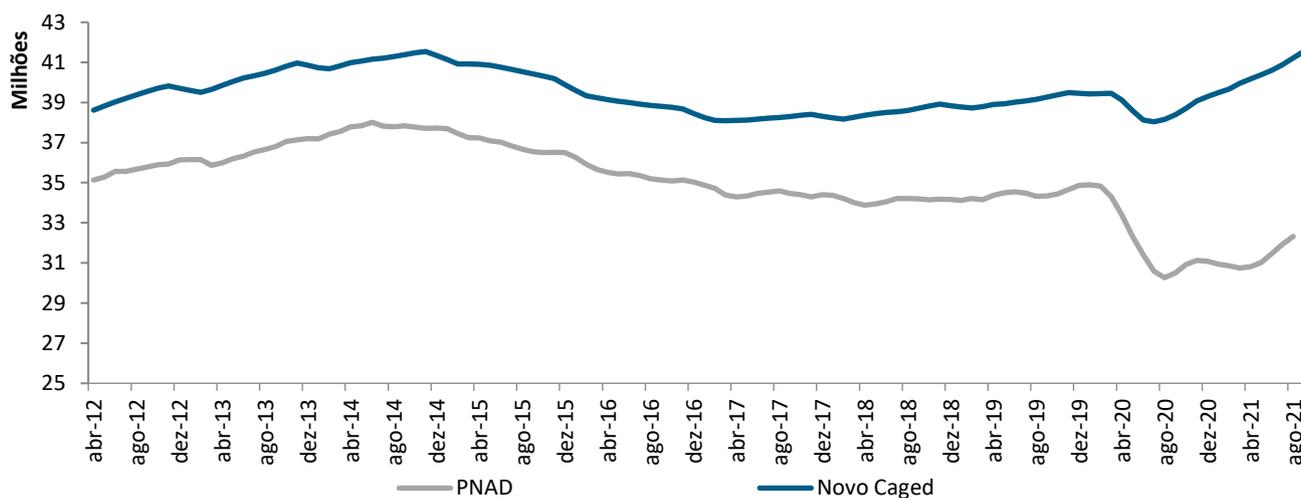
Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Rendimento médio real recuou 10,2% na comparação com igual período de 2020. A alta da inflação e a elevada taxa de desocupação em termos históricos são fatores limitantes do poder dos trabalhadores nas negociações por aumento de salários. Adicionalmente, o aumento mais concentrado das contratações em atividades de menor remuneração também ajuda a explicar a queda no rendimento. Como resultado, observou-se também queda de 0,7% no indicador de massa salarial (rendimento médio multiplicado pelo número de pessoas ocupadas).

Caged mostra um quadro mais favorável para o emprego formal que o descrito pela PNAD Contínua. Mesmo com a atualização para baixo do saldo de geração de vagas em 2020 devido à incorporação de declarações de admissões e desligamentos feitas pelas empresas fora do prazo, o novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged) mostra um quadro ainda mais favorável para o emprego formal que o apresentado no PNAD Contínua. Em vez das 142,7 mil vagas abertas no ano passado, o saldo positivo do Caged foi atualizado para 75,9 mil, um número 46,82% menor que o anteriormente anunciado pelo governo. Segundo dados do Banco Central⁴ calculados a partir da base do Ministério da Economia, o estoque de trabalhadores formais no trimestre encerrado em setembro de 2021 chegou a 41,5 milhões de pessoas, o que representou crescimento de 8,2% em relação ao mesmo período do ano anterior (38,4 milhões).

⁴ Série nº 28763 do SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central.

GRÁFICO 3. EMPREGO COM CARTEIRA ASSINADA

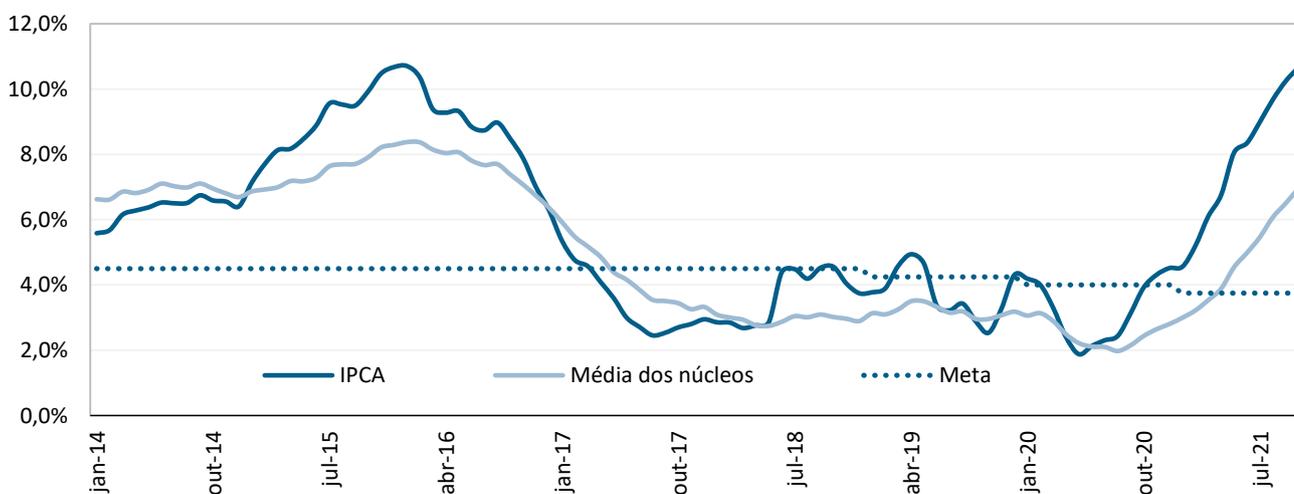


Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

1.3 Inflação e política monetária

Desde o início de 2021, a inflação ao consumidor aumentou em diversos países, impulsionada pelo aumento da demanda com a reabertura das economias, pela escassez de insumos e pelo aumento dos preços de *commodities* no mercado internacional. No Brasil, a crise hídrica impacta os custos de energia elétrica e adiciona mais pressão sobre a inflação ao consumidor. Adicionalmente, o aumento do risco fiscal, materializado na elevação do prêmio de risco-país e na depreciação da taxa de câmbio, gera novas incertezas à trajetória prospectiva de inflação, dificultando a tarefa do Banco Central de ancorar as expectativas.

GRÁFICO 4. IPCA E NÚCLEOS (VAR. % ACUMULADA EM 12 MESES)



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Inflação ao consumidor atingiu 10,67% nos últimos doze meses encerrados em outubro. A inflação ao consumidor, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), avançou de 1,16% em setembro para 1,25% em outubro. Na mesma comparação, a taxa acumulada em doze meses acelerou de 10,25% para 10,67%, mantendo-se bem

acima da meta para a inflação (3,75% com intervalo de 1,5 p.p. para cima e para baixo). A média dos núcleos⁵ de inflação construídos pelo Banco Central (diversas medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 6,5% para 7,0% no acumulado em 12 meses, entre setembro e outubro, permanecendo também acima do teto da meta de inflação.

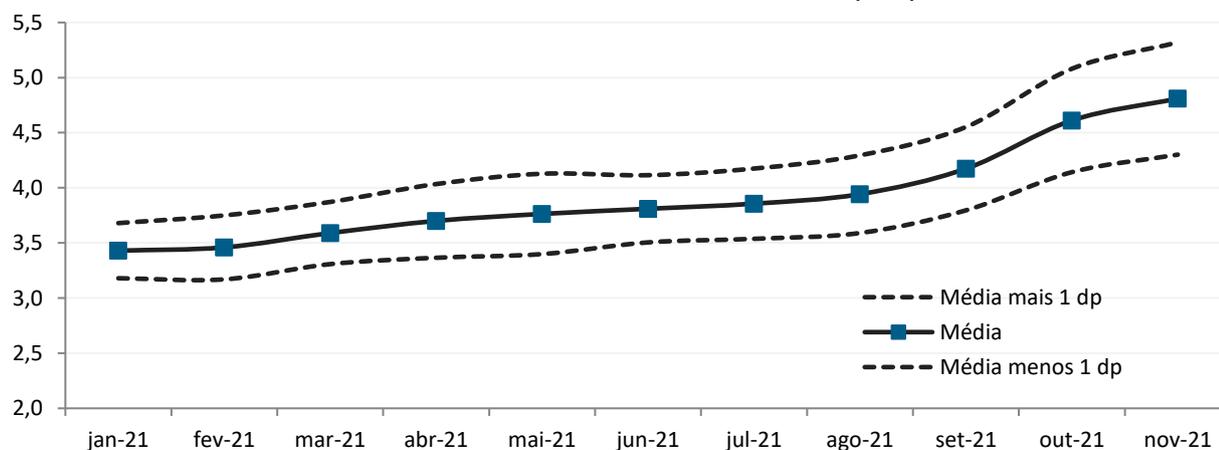
Gasolina provocou o maior impacto individual na inflação de outubro. Os nove grupos de produtos e serviços pesquisados subiram em outubro, com destaque para o desempenho dos transportes (2,62%), que foi puxado pelos combustíveis (3,21%). A gasolina, em particular, subiu 3,10% e representou o maior impacto individual no índice fechado do mês (0,19 p.p.). Vale destacar que esse combustível acumula variação de 42,72% nos últimos 12 meses, tendo sido impactada pela dinâmica do preço do petróleo no mercado internacional e da taxa de câmbio.

Alta de preços é disseminada entre segmentos do IPCA. Em outubro, o conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, avançou 1,4% (variação acumulada de 17% em doze meses). Já os preços livres exibiram alta de 1,2% (8,5% em doze meses). Dentre os preços livres (conjunto de itens mais sensíveis às condições de oferta e de demanda), as pressões vieram, nessa ordem, dos preços de serviços (1,0% e 4,9%), dos bens industriais (1,4% e 11,1%) e da alimentação no domicílio (1,3% e 13,3%).

O coeficiente de difusão do IPCA, que mede o percentual de itens que registraram variação positiva no mês, avançou de 65% em setembro para 66,8% em outubro, indicando um cenário de disseminação dos reajustes de preços e de choques que têm se mostrado persistentes.

Expectativas de inflação para 2021 e 2022 estão desancoradas. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para o IPCA chegou a 9,8% no dia 12 de novembro (intervalo de um desvio-padrão entre 9,5% e 10,2%). A média das previsões de mercado cadastradas no Boletim Focus para o IPCA de 2022, por sua vez, atingiu 4,8% no início de novembro (com intervalo de um desvio-padrão entre 4,3% e 5,3%), distanciando-se da meta de 3,5% estabelecida para o próximo ano. A inflação corrente elevada e resiliente, bem como a maior pressão sobre a taxa de câmbio, contribuem para a piora das expectativas.

GRÁFICO 5. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (2022)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

⁵ O conjunto proposto pelo Banco Central 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>

O recuo da inflação doméstica no próximo ano supõe, entre outros fatores, o arrefecimento dos preços administrados, em especial pelo fim do impacto da bandeira “escassez hídrica” na conta de energia elétrica a partir de maio, e o reestabelecimento das cadeias globais de insumos de produção. No entanto, incertezas no âmbito doméstico continuam adicionando incerteza à velocidade com que essa desaceleração poderá ocorrer.

Deterioração do cenário fiscal elevou de forma expressiva os juros exigidos pelo mercado nas operações com títulos públicos. As discussões em torno da PEC nº 23 proposta pelo governo, que autoriza o adiamento das despesas com precatórios e altera o indexador que corrige a regra do teto de gastos abrindo espaço orçamentário para financiar despesas em 2022 (ano eleitoral), têm adicionado incertezas ao quadro econômico nos últimos meses, com reflexo sobre as condições financeiras. Recentemente, o andamento da proposta, aprovada pela Câmara em segundo turno, ocasionou um forte aumento dos juros exigidos nos leilões de títulos públicos.

O Gráfico 6 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 9,0% em setembro para 12,0% em outubro em termos nominais. Além disso, houve um deslocamento da curva de juros para cima em todo horizonte. Entre julho e outubro, a taxa de um título com prazo de nove anos saltou de 9,7% para 12,3%. A abertura da curva de juros, movimento que representa um aperto nas condições de financiamento, impacta negativamente as perspectivas para a inflação e o crescimento econômico.

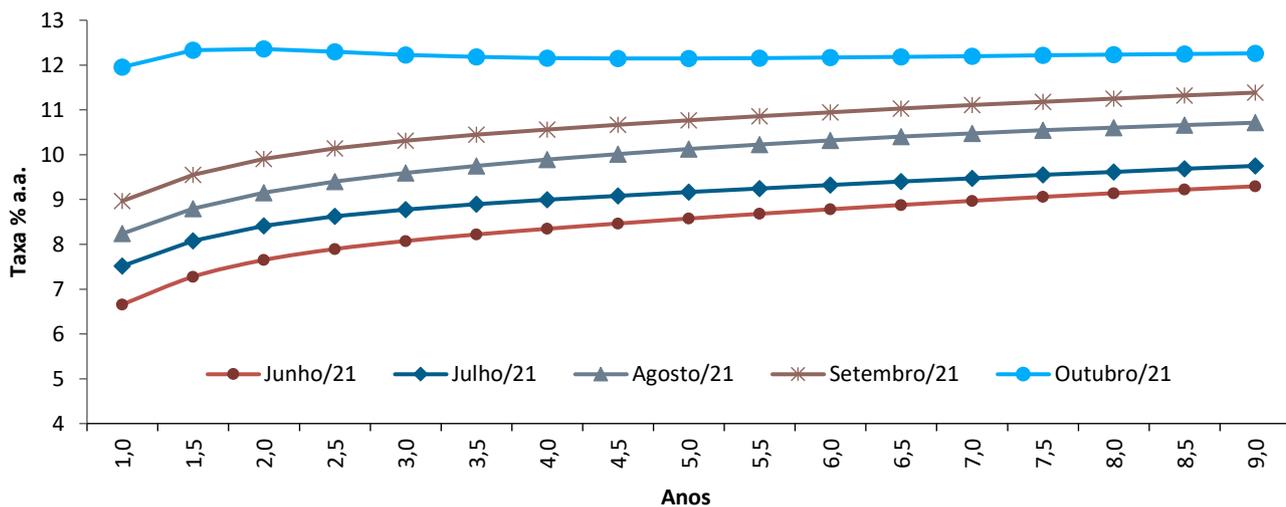
Taxa Selic aumenta para conter avanço das estimativas de inflação. O Comitê de Política Monetária (Copom) anunciou, na reunião de outubro, a elevação da meta para a taxa Selic em 1,5 p.p. para deter o avanço das expectativas de inflação. A autoridade monetária indicou ser necessário realizar outro ajuste de mesma magnitude, caso não se observem mudanças significativas no quadro de inflação e de atividade. Com o avanço do IPCA de outubro acima do esperado (a mediana do Boletim Focus apontava variação de 1,0%), a taxa básica de juros pode subir ainda mais. Entre março e setembro, a taxa Selic subiu de 2,0% para 7,75%.

O aperto monetário tem levado a taxa de juros real a patamares restritivos à atividade econômica. Em termos reais (no conceito *ex-ante*), a taxa de juros - obtida com base na taxa das operações de *swap* pré-DI⁶ para o prazo de um ano (11,9%) descontada da taxa projetada da inflação⁷ no mesmo horizonte (5,12%) – passou de 4,1% em setembro para 6,5% em outubro. O aumento da taxa de juros para patamares contracionistas, dado o objetivo do Banco Central de conter o avanço da inflação e de ancorar as expectativas à meta, restringe o desempenho da demanda agregada.

⁶ Taxa referencial dos contratos de swap entre DI e pré-fixada de 360 dias: fim de período, obtida no Ipeadata.

⁷ Projeção do IPCA 12 meses à frente (suavizada) obtida no Boletim Focus/BCB.

GRÁFICO 6. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

