

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

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

O cenário econômico atual está marcado pelo baixo dinamismo da atividade e pela inflação elevada e persistente. Essa tendência foi reforçada com a divulgação, pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), do Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre, da produção industrial de julho e do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de agosto.

A piora do risco fiscal e a intensificação do risco político associado à estabilidade das instituições democráticas produzem incerteza à trajetória prospectiva de inflação, dificultando a tarefa do Banco Central. Esses efeitos se somam à elevação de preços de *commodities* em reais, ao impacto da escassez hídrica sobre as tarifas de energia elétrica, aos gargalos na cadeia de suprimentos sobre os preços de bens industriais e ao avanço recente nos preços dos serviços. Estes são alguns dos fatores por trás da dinâmica dos preços ao consumidor nos últimos meses. É provável, nesse sentido, que o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central aumente a intensidade das elevações da taxa Selic na tentativa de ancorar as expectativas em um momento de fragilidade do mercado de trabalho e de dúvidas em relação à evolução da pandemia.

O quadro de baixo crescimento que parece estar contratado para o segundo semestre e a pressão inflacionária corrente mais generalizada (que se traduz em maior inércia para o próximo ano), reforçada pelo reajuste no valor da bandeira tarifária, estão gerando uma nova rodada de revisões nas expectativas de mercado para o desempenho do PIB e do IPCA em 2021 e 2022.

Nesta edição do RAF, apresentaremos uma prévia desses parâmetros macroeconômicos, a serem publicados oficialmente em outubro, na atualização do cenário macrofiscal. Em resumo, os números preliminares para 2021 e 2022 são os seguintes: PIB nominal (14,7% e 7,8% em relação a 12,6% e 7,0% no cenário apresentado em junho), PIB em volume (4,9% e 1,7% em relação a 4,2% e 2,3%) e IPCA (8,0% e 3,9% em relação a 5,7% e 3,6%). Vale dizer, a IFI fará a revisão completa dos cenários em outubro

### 1.1 Atividade econômica

**PIB totalizou R\$ 2,143 trilhões no segundo trimestre de 2021 em valores correntes, registrando alta de 25,4% na comparação com igual período de 2020.** A divulgação das Contas Nacionais Trimestrais pelo IBGE mostrou que o PIB totalizou R\$ 2,143 trilhões em valores correntes (R\$ 8,087 trilhões no acumulado em quatro trimestres). Na comparação com igual período de 2020, o PIB nominal (valor monetário da produção doméstica) subiu 25,4%, influenciado tanto pela expansão do nível de preços visto no movimento do deflator implícito (alta de 11,6%) quanto pelo crescimento do PIB real (volume produzido), de 12,4%. Nos quatro trimestres encerrados em junho de 2021 em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores, a alta de 9,9% no PIB nominal foi explicada pelas variações de 8,0% do deflator e, em menor grau, de 1,8% do PIB em volume. As taxas de variação associadas ao PIB nominal, ao PIB em volume e ao deflator implícito estão sintetizadas na Tabela 1.

TABELA 1. PIB NOMINAL, PIB EM VOLUME E DEFLATOR IMPLÍCITO DO PIB

	PIB nominal (variações)		PIB em volume (variações)		Deflator implícito (variações)	
	Trimestral	Acum. em 4 trimestres	Trimestral	Acum. em 4 trimestres	Trimestral	Acum. em 4 trimestres
2020.I	4,4%	5,6%	-0,3%	1,0%	4,7%	4,5%
2020.II	-6,8%	2,4%	-10,9%	-2,1%	4,5%	4,5%
2020.III	0,4%	0,8%	-3,9%	-3,4%	4,5%	4,4%
<b>2020.IV</b>	<b>4,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,8%</b>
2021.I	11,1%	2,2%	1,0%	-3,8%	10,0%	6,2%
2021.II	25,4%	9,9%	12,4%	1,8%	11,6%	8,0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### Diferença entre o deflator do PIB e o IPCA chegou a 3,0 pontos percentuais (p.p.) no segundo trimestre de 2021.

O deflator implícito do PIB, obtido nas Contas Nacionais, é uma medida de inflação mais ampla que o IPCA, pois reflete a variação de preços de todos os bens e serviços produzidos internamente (não apenas de uma cesta específica). Comparando-se o deflator do PIB com a variação média do IPCA, a diferença é maior (8,0% menos 5,0% = 3,0 p.p.) em relação à observada, por exemplo, entre o deflator e a média ponderada do IPCA e do IGP-DI<sup>1</sup> (8,0% menos 8,1% = -0,1 p.p.) no segundo trimestre de 2021, como se pode observar na Tabela 2. A variação do IGP-DI, mais abrangente que o IPCA e mais sensível ao comportamento da taxa de câmbio e aos preços de *commodities*, está rodando acima de dois dígitos desde o último trimestre de 2020. O monitoramento dessas diferenças é relevante, pois a trajetória dos indicadores fiscais expressados em relação ao PIB é afetada pela dinâmica do deflator implícito.

**TABELA 2. ÍNDICES DE PREÇOS (VARIACÕES MÉDIAS)**

	Deflator implícito	IPCA	IGP-DI	Média ponderada IPCA e IGP-DI <sup>2</sup>
<b>Média 1997 - 2019</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,7%</b>	<b>6,4%</b>
2020.I	4,5%	3,7%	6,0%	4,0%
2020.II	4,5%	3,1%	5,9%	3,5%
2020.III	4,4%	3,0%	8,6%	3,8%
<b>2020.IV</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>4,7%</b>
2021.I	6,2%	3,6%	18,6%	5,8%
2021.II	8,0%	5,0%	25,6%	8,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Crescimento do PIB em volume na comparação com o mesmo período do ano anterior é influenciado pela reduzida base de comparação, pois o segundo trimestre de 2020 representou o auge das restrições durante a pandemia.** Pela ótica da oferta (ou da produção), o crescimento de 12,4% do PIB em volume no primeiro trimestre desse ano, quando comparado a igual período do ano anterior, foi impulsionado pelas expansões observadas na indústria (17,8%), nos serviços (10,8%) e na agropecuária (1,3%), em menor grau (Tabela 3).

Na ótica da demanda (ou da despesa), houve crescimento generalizado entre os componentes, com destaque, em termos de contribuição, ao desempenho do consumo das famílias (10,8%), da formação bruta de capital fixo (32,9%) e do consumo do governo (4,2%). No setor externo, as exportações de bens e serviços cresceram 14,1%, enquanto o crescimento das importações de bens e serviços foi de 20,2%.

**TABELA 3. PIB: ABERTURAS OFERTA E DEMANDA**

	Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação contra o 4º T/19 - pré pandemia		
	dez/20	mar/21	jun/21	dez/20	mar/21	jun/21	dez/20	mar/21	jun/21
<b>PIB</b>	<b>-1,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>12,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,1%</b>
<b>Ótica da oferta</b>									
Agropecuária	-0,4%	5,2%	1,3%	-2,0%	6,5%	-2,8%	-0,2%	6,3%	3,3%
Indústria	1,2%	3,0%	17,8%	1,5%	0,7%	-0,2%	1,1%	1,9%	1,6%
Serviços	-2,2%	-0,8%	10,8%	2,8%	0,7%	0,7%	-2,3%	-1,6%	-0,9%
<b>Ótica da demanda</b>									
Consumo das famílias	-3,0%	-1,7%	10,8%	3,0%	0,1%	0,0%	-3,1%	-3,0%	-3,0%
Consumo do governo	-4,1%	-4,9%	4,2%	0,9%	-0,8%	0,7%	-4,2%	-4,9%	-4,3%
Formação bruta de capital fixo	13,5%	17,0%	32,9%	18,3%	4,8%	-3,6%	13,7%	19,2%	14,9%
Exportações	-4,3%	0,8%	14,1%	-0,3%	4,9%	9,4%	-3,9%	0,8%	10,2%

<sup>1</sup> A média ponderada do IPCA e do IGP-DI é utilizada pelo Banco Central para inflacionar o índice de volume da estimativa do PIB mensal, empregado no cálculo da relação entre agregados econômicos mensais (como dívida pública, saldo em transações correntes e saldo de crédito) e o PIB.

<sup>2</sup> Os pesos do IPCA e do IGP-DI foram estimados pela IFI através de uma regressão com frequência anual a partir das variações médias do deflator implícito do PIB, do IPCA e do IGP-DI.

Importações	-3,1%	7,7%	20,2%	19,5%	10,0%	-0,6%	-3,0%	6,6%	6,0%
-------------	-------	------	-------	-------	-------	-------	-------	------	------

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A absorção interna, que representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e dos investimentos (formação bruta de capital fixo e variação de estoques) contribuiu com 12,9 p.p. para a variação do PIB do segundo trimestre, enquanto as exportações líquidas (exportações menos importações) exerceram influência negativa, retirando 0,5 p.p. do PIB. Isso porque as importações (20,2%) exibiram variação mais expressiva que as exportações (14,1%) na comparação com o primeiro trimestre de 2020. Dentro da absorção interna, destaca-se o consumo das famílias (6,6 p.p.), que representou a principal fonte de crescimento do PIB no segundo trimestre, após uma sequência de cinco trimestres de contribuições negativas. A Tabela 4 exhibe as contribuições de cada componente da demanda agregada para a variação interanual do PIB desde o primeiro trimestre de 2020.

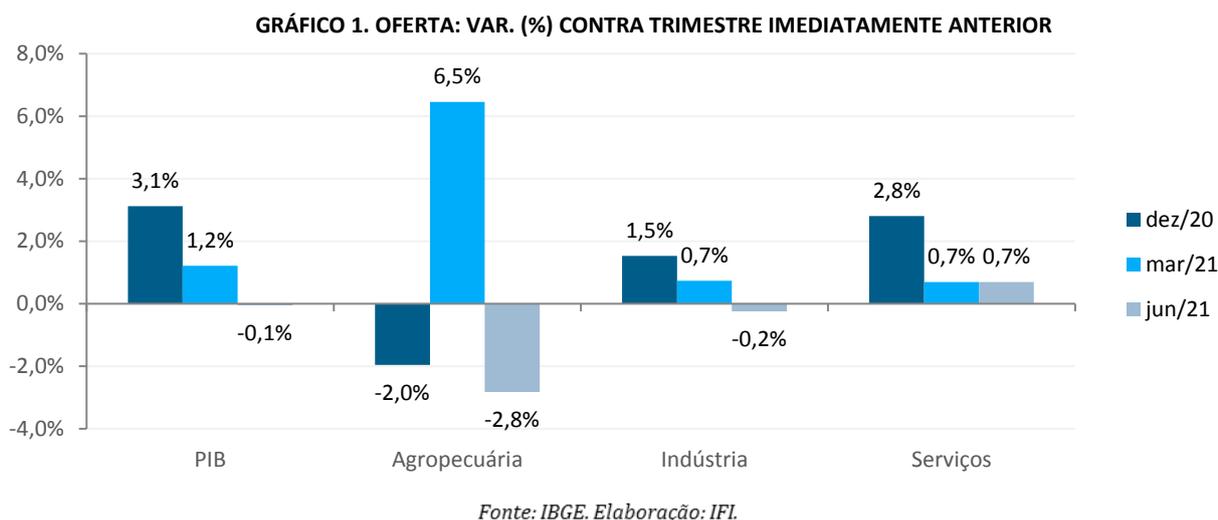
**TABELA 4. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB EM RELAÇÃO AO MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR**

	mar/20	jun/20	set/20	dez/20	mar/21	jun/21
<b>PIB</b>	<b>-0,3</b>	<b>-10,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>12,4</b>
<b>Absorção interna</b>	<b>0,7</b>	<b>-13,0</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>12,9</b>
Consumo das famílias	-0,5	-7,8	-3,8	-2,0	-1,1	6,6
Consumo do governo	-0,1	-1,7	-1,0	-0,9	-0,9	0,9
Formação bruta de capital fixo	0,9	-2,1	-1,3	2,0	2,7	5,0
Variação de estoques	0,5	-1,4	-1,5	-0,1	1,3	0,4
<b>Exportações líquidas</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>

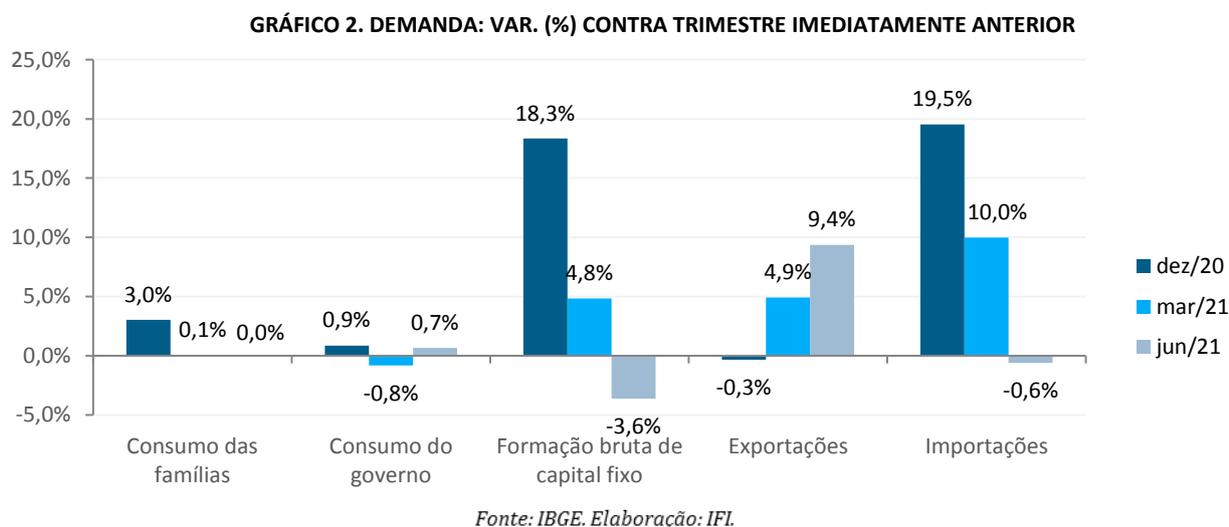
Fonte: IBGE. Elaboração IFI.

**PIB recua 0,1% em relação ao primeiro trimestre de 2021 na série com ajuste sazonal.** Apesar do forte crescimento interanual, o PIB (em volume) apresentou queda de 0,1% na comparação do segundo trimestre de 2021 com o período imediatamente anterior na série com ajuste sazonal, mantendo-se no patamar anterior ao surgimento do novo coronavírus (quarto trimestre de 2019). Mesmo com o avanço na campanha de vacinação, o resultado do segundo trimestre representou uma importante desaceleração do ímpeto da atividade, após ter registrado crescimento de 1,2% nos primeiros três meses do ano.

**Estabilidade da economia, na margem, reflete dinâmicas setoriais distintas.** Do lado da oferta, o avanço de 0,7% do PIB de serviços, na esteira do aumento da mobilidade após a segunda onda da Covid-19, não foi suficiente para compensar as perdas registradas pela agropecuária (-2,8%) e pela indústria (-0,2%). O PIB do agronegócio absorveu os efeitos de condições climáticas desfavoráveis (falta de chuvas e ocorrência de geadas no mês de junho) sobre algumas culturas, enquanto o PIB industrial foi impactado pela desestabilização no fornecimento de insumos e pelo aumento de custos (desvalorização do real, preços de *commodities*, frete internacional e tarifa de energia elétrica, por exemplo).



Na ótica da despesa, por sua vez, o forte crescimento das exportações foi impulsionado pela robustez do volume de comércio mundial e pelos preços de *commodities*. Do lado negativo, destacam-se a estabilidade no consumo das famílias (mesmo com a volta do pagamento do auxílio emergencial, houve predomínio do efeito do quadro de elevada inflação sobre o rendimento real das famílias) e o recuo na formação bruta de capital fixo (-3,6%), afetada pela diminuição das importações de máquinas e equipamentos<sup>3</sup>.



**Resultado do segundo trimestre deixou um carregamento estatístico (efeito *carry-over*) de 4,9% para 2021.** Em outras palavras, caso permaneça estável nos próximos trimestres de 2021, o PIB encerrará o ano com alta de 4,9%. Alguns

<sup>3</sup> Informação que pode ser obtida e detalhada no Indicador Ipea de FBCF, disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/09/indicador-ipea-de-fbcf-junho-e-segundo-trimestre-de-2020-2/>

indicadores já conhecidos referentes ao terceiro trimestre apontam para a continuidade da perda de dinamismo da atividade, reforçando um quadro de dificuldades para a retomada do crescimento econômico ao longo do segundo semestre.

Os dados da Sondagem da Indústria, publicada pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), por exemplo, apontam que o índice de confiança da indústria (ICI) caiu 1,4 ponto entre julho e agosto após quatro meses de altas consecutivas, enquanto o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) cedeu 0,4 p.p. (de 80,1% para 79,7%) na passagem de julho para agosto. Adicionalmente, a produção industrial de julho divulgada pelo IBGE na Pesquisa Industrial Mensal (PIM) recuou 1,3% em relação a junho, intensificando a queda registrada no mês anterior (-0,2%), quando descontados os efeitos sazonais.

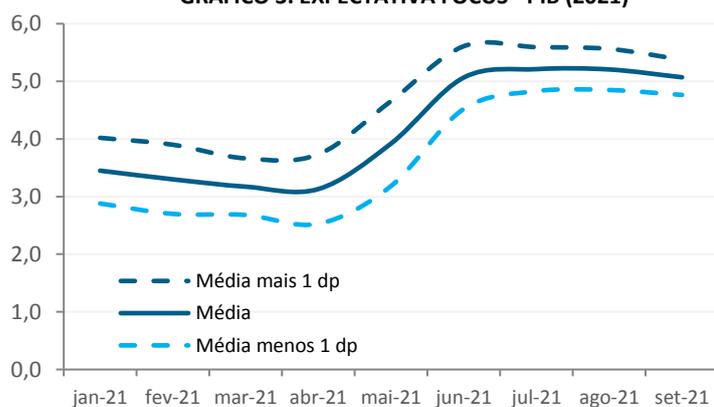
**Cenário de recuperação comprometido.** O agravamento da crise hídrica, que pode resultar em racionamento nos próximos meses, e as dúvidas quanto à evolução da pandemia, uma vez que a variante delta do coronavírus está levando alguns países a rever suas estratégias de reabertura, impactam negativamente as decisões de investimento e de consumo dos agentes econômicos.

**Risco fiscal e político-institucional pressionam juros futuros.** Adicionalmente, a piora do risco fiscal e a intensificação do risco político associado à estabilidade das instituições democráticas elevam o prêmio de risco-país, produzindo incerteza adicional à trajetória prospectiva de inflação. Isso dificulta a tarefa do Banco Central de ancorar as expectativas.

**Revisões para baixo na perspectiva de crescimento econômico.** Com essas indefinições, que se somam a um quadro doméstico marcado pela persistente alta de preços e pelas condições ainda muito desfavoráveis no mercado de trabalho, as projeções de mercado para o PIB no curto prazo e no próximo ano, principalmente, estão sendo revisadas para baixo.

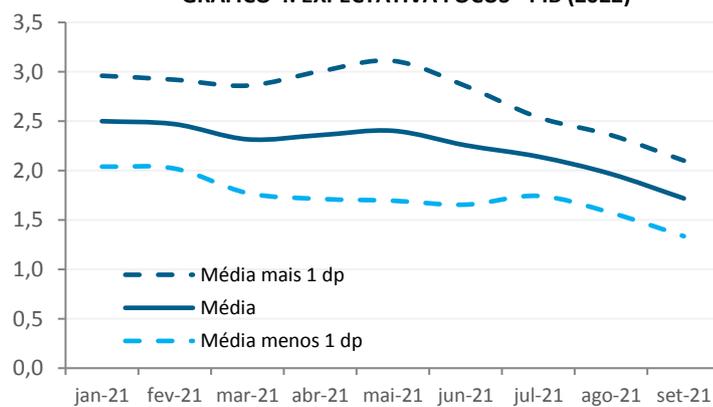
Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para a taxa de crescimento do PIB ficou estável em 5,2% em junho e julho, recuando ligeiramente para 5,1% no dia 10 de setembro (intervalo de um desvio-padrão entre 4,8% e 5,4%), já tendo sido impactada, em alguma medida, pelas informações do resultado do PIB do segundo trimestre e da produção industrial de julho. A média das previsões de mercado para o PIB de 2022, por sua vez, passou de 2,1% em julho para 2,0% em agosto e 1,7% no dia 10 de setembro (com intervalo de um desvio-padrão entre 1,3% e 2,1%).

GRÁFICO 3. EXPECTATIVA FOCUS - PIB (2021)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 4. EXPECTATIVA FOCUS - PIB (2022)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**IFI apresenta projeções preliminares para o PIB.** As projeções preliminares da IFI apontam para um crescimento do PIB em torno de 4,9% em 2021, o que indica uma economia praticamente estagnada no segundo semestre. O baixo *carry-*

over deixado para 2022, por outro lado, coloca um viés negativo na projeção para o PIB do próximo ano, que deve se situar em torno de 1,7%. As estimativas atuais para o crescimento econômico em 2021 (4,2%) e 2022 (2,3%) serão revisadas oficialmente na edição do RAF de outubro, que apresentará a atualização do novo cenário macrofiscal da IFI. O objetivo da prévia ora apresentada é incorporar às projeções, ainda que preliminarmente, as mudanças profundas da conjuntura.

## 1.2 Mercado de trabalho

**Taxa de desemprego segue elevada em termos históricos.** A taxa de desemprego atingiu 14,1% da força de trabalho no trimestre encerrado em junho, uma elevação de 0,8 p.p. em relação à taxa verificada em igual período do ano anterior (13,3%), de acordo com as estatísticas obtidas na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE. O indicador continua em nível historicamente elevado, com 14,4 milhões de pessoas sem emprego. O resultado refletiu o aumento da força de trabalho (6,3%) em magnitude superior ao observado na população ocupada (5,3%) na comparação interanual.

**Avanço da força de trabalho impacta a 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 (indicador conhecido como taxa de participação) atingiu 58% no trimestre encerrado em junho, avançando 2,7 p.p. em relação ao patamar registrado no mesmo período do ano anterior. Apesar da expansão observada nas contratações, 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. 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 elevados nos próximos meses.

A população ocupada no país somou 87,8 milhões de pessoas em junho, subindo 5,3% na comparação com junho de 2020. É importante ressaltar que o forte avanço na comparação interanual decorre, em grande medida, da fraca base de comparação, momento em que o emprego já sofria intensamente os efeitos da pandemia.

Os números da Tabela 5 mostram que a melhora da ocupação ocorreu principalmente pela dinâmica do emprego informal<sup>4</sup> (de 30,8 milhões no trimestre encerrado em junho de 2020 para 35,6 milhões no trimestre encerrado em junho de 2021 e variação de 15,8%), com destaque ao avanço do número de pessoas ocupadas por conta própria. Por outro lado, o número de trabalhadores formalizados sofreu redução de 0,8% nessa base de comparação (passando de 52,6 milhões para 52,2 milhões), ainda que de menor magnitude quando comparada à taxa registrada no trimestre anterior (-3,1%).

TABELA 5. 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/20	mai/21	jun/21	jun/20	mai/21	jun/21	jun/20	mai/21	jun/21
<b>População ocupada</b>	<b>83.347</b>	<b>86.708</b>	<b>87.791</b>	<b>-10,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Informal	30.768	34.712	35.618	-20,0%	7,5%	15,8%	36,9%	40,0%	40,6%
Formal	52.579	51.996	52.173	-4,2%	-3,1%	-0,8%	63,1%	60,0%	59,4%
Setor privado	38.793	39.603	40.212	-13,2%	-1,8%	3,7%	46,5%	45,7%	45,8%
Trabalhador doméstico	4.714	5.027	5.108	-24,6%	-0,1%	8,4%	5,7%	5,8%	5,8%
Setor público	12.360	11.954	11.821	6,0%	-2,5%	-4,4%	14,8%	13,8%	13,5%
Empregador	3.955	3.723	3.788	-9,5%	-7,7%	-4,2%	4,7%	4,3%	4,3%
Conta própria	21.664	24.373	24.839	-10,3%	8,7%	14,7%	26,0%	28,1%	28,3%

<sup>4</sup> Inclui as seguintes posições: setor privado e doméstico sem carteira assinada, empregador e conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar.

Trabalhador familiar auxiliar	1.861	2.028	2.023	-15,5%	7,9%	8,7%	2,2%	2,3%	2,3%
-------------------------------	-------	-------	-------	--------	------	------	------	------	------

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Indicadores de subutilização da força de trabalho exibem fragilidade do mercado de trabalho.** Em junho, o contingente de pessoas acima de 14 anos de idade desocupadas (14,4 milhões) ou subocupadas por insuficiência de horas trabalhadas (7,5 milhões) ou desalentadas<sup>5</sup> (5,6 milhões) totalizou 27,6 milhões de indivíduos, configurando alta de 14,5% 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 23,9%, 1,5 p.p. acima da taxa verificada em igual período do ano anterior (22,4%).

**Rendimento médio real recuou 6,6% na comparação com igual período de 2020, após redução de 3,2% no trimestre encerrado em maio.** A piora do ambiente inflacionário e a ainda elevada taxa de desocupação são fatores que limitam o 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 1,7% no indicador de massa salarial (rendimento médio multiplicado pelo número de pessoas ocupadas).

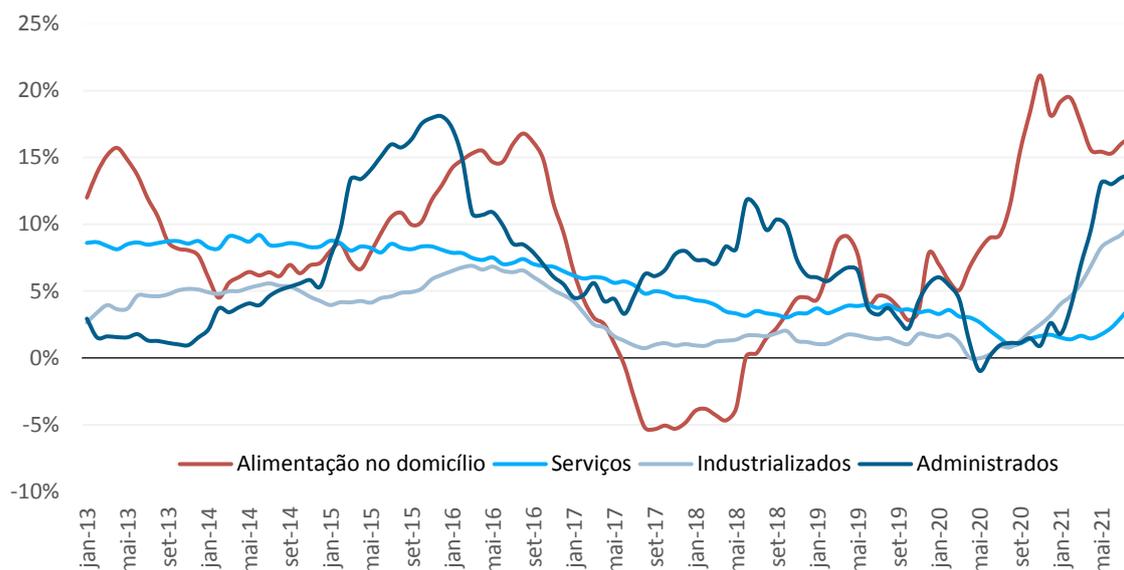
### 1.3 Inflação e política monetária

**Em agosto, o IPCA acumulou alta de 9,68% em doze meses.** A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, desacelerou um pouco, de 0,96% em julho para 0,87% em agosto, ainda assim a maior variação para o mês desde 2000. A taxa acumulada em doze meses, por sua vez, segue em processo de aceleração, avançando de 8,99% em julho para 9,68% em agosto.

**Inflação de serviços reage à reabertura da economia e registra alta de 3,9% no acumulado de doze meses.** Em agosto, o conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, avançou 0,95% (variação acumulada de 13,7% em doze meses). Já os preços livres exibiram alta de 0,84% (8,3% em doze meses). Dentre os preços livres (conjunto de itens mais sensíveis às condições de oferta e de demanda), as pressões vieram principalmente da alimentação no domicílio (1,6% e 16,6%) e dos bens industriais (1,0% e 10,1%) e, em menor grau, dos preços de serviços (0,4% e 3,9%) na esteira da reabertura da economia (Gráfico 5). O processo inflacionário, afetado inicialmente pelos choques nos preços de alimentos, combustíveis, energia e bens industriais, está mais disseminado.

<sup>5</sup> 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 5. IPCA E ABERTURAS (VAR. % ACUMULADA EM 12 MESES)**



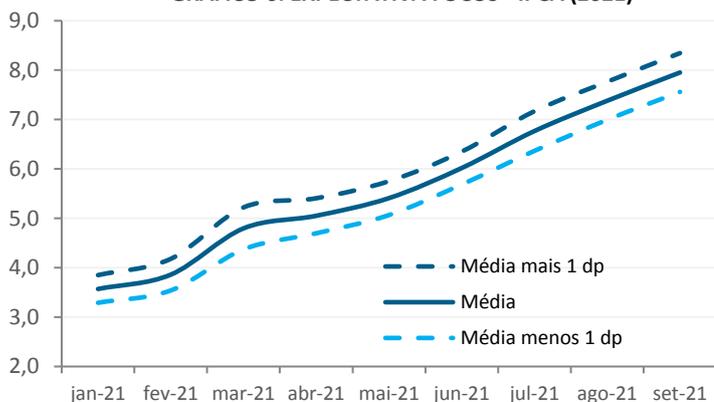
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Comportamento do índice de difusão e dos núcleos reforça persistência da inflação.** O índice de difusão do IPCA, variável que aponta a parcela de subitens do IPCA com variação positiva no mês, avançou de 63,7% em julho para 71,9% em agosto, exibindo um cenário de ampla disseminação dos reajustes de preços. De maneira similar, a média dos núcleos<sup>6</sup> de inflação construídos pelo Banco Central (diversas medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 0,59% em julho para 0,67% em agosto (de 5,5% para 6,1% no acumulado em 12 meses).

**Persistência dos choques inflacionários tem provocado revisão para cima nas expectativas para 2021 e 2022.** Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para o IPCA chegou a 8,0% no dia 10 de setembro (intervalo de um desvio-padrão entre 7,6% e 8,3%), ante 7,4% em agosto e 6,8% em julho, levando-se em conta o IPCA de agosto bem acima do previsto na Focus (0,96% x 0,67%). A média das previsões de mercado para o IPCA de 2022, por sua vez, atingiu 4,0% no início de setembro (com intervalo de um desvio-padrão entre 3,7% e 4,4%).

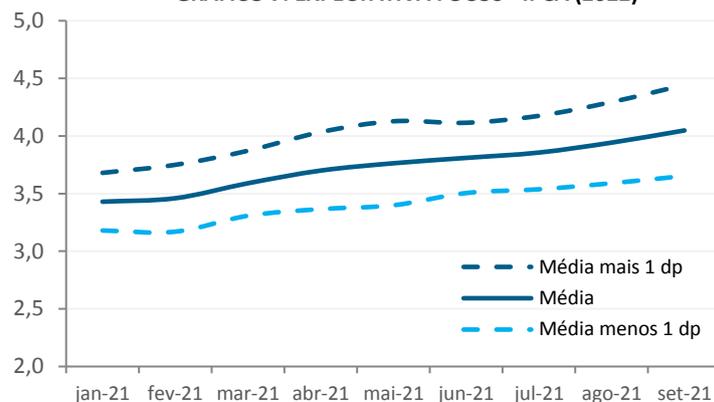
<sup>6</sup> O conjunto proposto pelo Banco para acompanhamento conjuntural é formado por cinco núcleos: Ex-0, Ex-3, MS, DP e P55, conforme Relatório de Inflação de Junho de 2020: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202006/ri202006b10p.pdf>

GRÁFICO 6. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (2021)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 7. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (2022)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Projeções da IFI para o IPCA têm viés de alta.** O dado desfavorável da inflação de agosto sugere que o IPCA deve ficar no patamar de 8,0% (ou até mesmo acima dele). A criação da bandeira “escassez hídrica”, em vigor a partir de setembro para custear as despesas do acionamento de usinas térmicas e da importação de energia, que eleva a taxa extra cobrada na conta de luz em 6,78%, reforça essa percepção. A pressão inflacionária corrente mais generalizada se traduz em maior inércia para a inflação de 2022. Portanto, a projeção atual para o IPCA do próximo ano, atualmente em 3,5%, também deverá ser revisada, no caso, para um patamar mais próximo de 4,0%.

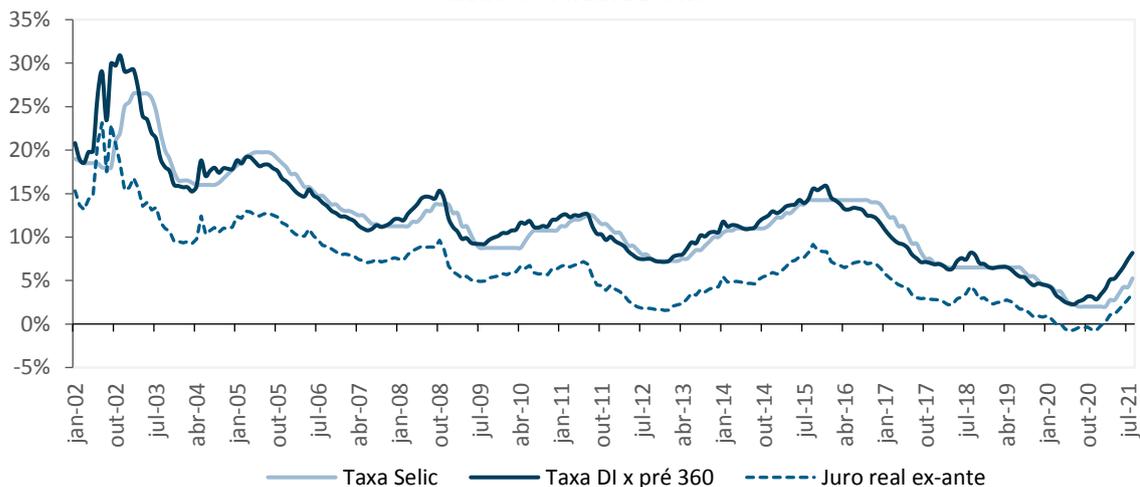
Em agosto, o Copom anunciou a elevação da taxa Selic em um ponto percentual, para 5,25%, e indicou ser necessário realizar outro ajuste de mesma magnitude, caso não se observem mudanças significativas no quadro de inflação e de atividade. O dado do IPCA de agosto ruim, além das incertezas do quadro doméstico, eleva a chance de que o Copom acelere o passo na alta de juros, acelerando o ritmo de ajuste da taxa Selic. Nesse sentido, entendemos, preliminarmente, que a Selic poderá encerrar 2021 em 8%.

**Taxa de juros real atingiu 3,5% em agosto.** Depois de permanecer no terreno negativo entre maio de 2020 e janeiro de 2021, a taxa de juros real voltou a subir (Gráfico 8). A taxa de juros real (no conceito *ex-ante*), obtida com base na taxa das operações de swap pré-DI<sup>7</sup> para o prazo de um ano (8,5%) descontada da taxa projetada da inflação<sup>8</sup> no mesmo horizonte (4,5%) chegou ao patamar de 3,5% em agosto. O processo de aperto monetário reduz o estímulo à economia em um momento em que a recuperação cíclica da atividade econômica não está consolidada.

<sup>7</sup> Taxa referencial dos contratos de swap entre DI e pré-fixada de 360 dias: fim de período, obtida no Ipeadata.

<sup>8</sup> Projeção do IPCA 12 meses à frente (suavizada) obtida no Boletim Focus/BCB.

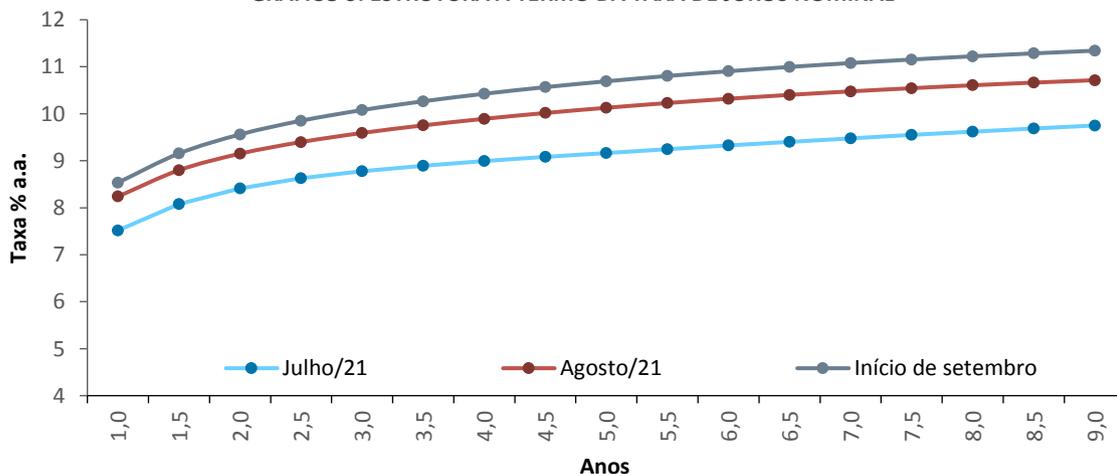
**GRÁFICO 8. TAXA DE JUROS**



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

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 7,5% em julho para 8,2% em agosto e 8,5% no início de setembro (dados do dia 8), em termos nominais. Entre o final de agosto e o início de setembro, a curva de juros deslocou-se para cima em cerca de 0,3 p.p. (no horizonte de nove anos, a taxa subiu de 10,7% para 11,3%). 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.