

Boletim MACRO

Novembro 2021 • Nº 125



Atividade econômica desacelera, mas inflação não

Indicadores de atividade econômica recém divulgados confirmam nossa expectativa de baixo crescimento no terceiro trimestre, com resultados negativos para o comércio e a indústria de transformação, a exceção sendo o bom desempenho do setor de serviços



Agora, a revista de economia mais tradicional do país também é blog

Conheça este novo canal da *Conjuntura Econômica* e acompanhe, a cada semana, matérias e entrevistas que complementam e atualizam as análises que chegam mensalmente aos leitores.

Blog da CONJUNTURA
ECONÔMICA

Disponível em versão mobile e desktop
fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica

Atividade econômica desacelera, mas inflação não

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Indicadores de atividade econômica recém divulgados confirmam nossa expectativa de baixo crescimento no terceiro trimestre, com resultados negativos para o comércio e a indústria de transformação, a exceção sendo o bom desempenho do setor de serviços. Olhando à frente, vemos os cenários doméstico e externo ficando mais desafiadores em 2022, em que pese esperarmos que os preços de commodities sigam elevados e a liquidez internacional também permaneça acima da média histórica.

Com isso, revisamos para baixo nossas expectativas para a atividade econômica no quarto trimestre e para 2022. A alta do PIB prevista para 2021 foi reduzida para 4,8%, ante 4,9% antes. Para 2022, diminuimos de 1,5% para 0,7%. Como destacado do artigo “Contração do PIB cíclico em 2022,”¹ o cenário atual, de expressivo aumento da taxa de juros, indica para o ano que vem menores projeções do PIB cíclico, que considera apenas os setores mais diretamente relacionados ao ciclo econômico.

Em linha com essas projeções, os indicadores antecedentes de atividade já mostram um quadro mais negativo para a indústria e o comércio, com o cenário de recuperação que se desenhava até o terceiro trimestre de 2021 perdendo força. As prévias das sondagens do IBRE já sinalizavam uma tendência de desaceleração mais intensa da atividade no setor de bens. A exceção nesse quadro de queda na confiança setorial era o setor de serviços, cuja evolução favorável vinha sendo a boa notícia deste final de ano. Também esta, porém, começa agora a dar sinais de enfraquecimento.

A forte aceleração inflacionária e a piora das condições financeiras são fatores determinantes para esse quadro de deterioração do cenário econômico doméstico. O aumento da incerteza fiscal, com o avanço da PEC dos Precatórios no Congresso, torna o cenário prospectivo ainda mais nebuloso. Sem dúvida, o ano de 2022 tende a ser bastante desafiador para a economia brasileira.

O ambiente externo também contribui para a deterioração das projeções. Da mesma forma que aqui, globalmente se observa uma desaceleração da atividade, combinada com aumento das pressões inflacionárias e a perspectiva de alta nas taxas de juros. É o que mostram os Barômetros Econômicos Globais Coincidentes do FGV IBRE², que recuaram novamente em novembro, seguindo a tendência de enfraquecimento iniciada no terceiro trimestre. Apesar de manter-se acima dos 100 pontos, o Barômetro Coincidente cedeu em todas as regiões.

Quatro dos cinco indicadores setoriais monitorados pela pesquisa se contraíram em novembro, com a queda mais acentuada na Indústria. A exceção foi o indicador de serviços, que variou positivamente, em 0,2 ponto no mês. Com esse resultado, este setor voltou a registrar o maior nível entre os indicadores setoriais, embora todos estejam oscilando numa faixa estreita, 103 e 109 pontos. Já o Barômetro Antecedente fica abaixo dos 100 pela segunda vez consecutiva, embora com queda menos intensa em novembro.

¹<https://blogdoibre.fgv.br/posts/contracao-do-pib-ciclico-em-2022>.

²Os barômetros econômicos globais são um sistema de indicadores que permite uma análise tempestiva do desenvolvimento econômico global. Eles representam uma colaboração entre o Instituto Econômico Suíço KOF da ETH Zurique, na Suíça, e a Fundação Getúlio Vargas (FGV). Ver https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-11/barometros-globais-kof-fgv_press-release_11_2021_0.pdf.

Uma questão crucial no debate atual é quando e com que intensidade se dará a normalização da política monetária em 2022. As preocupações com a inflação alimentam apostas crescentes no mercado. Nos EUA, o quadro é de maior persistência no ritmo de crescimento da economia e nas pressões inflacionárias. Consequentemente, o Fed poderá antecipar o início do aumento da taxa de juros, tornando o cenário ainda mais desafiador para os emergentes.

No *front* doméstico, a avaliação do mercado é de que a aprovação da PEC dos Precatórios na Câmara retirou parte das incertezas em relação às contas públicas, talvez pelo receio de um relaxamento fiscal maior, ainda que a aprovação do Senado não esteja garantida, o que poderia abrir a porta para outras iniciativas na mesma direção. Houve alguma melhora, ou pelo menos estabilização nos preços dos ativos, depois de uma deterioração muito grande na segunda metade de outubro.

No entanto, é inegável que as perspectivas fiscais pioraram. Além da PEC liberar em torno de R\$ 100 bilhões para gastos adicionais no orçamento de 2022, o arcabouço fiscal foi abalado e a expectativa é de um aumento do déficit primário em 2022. Ou seja, com a atividade econômica em desaceleração, a taxa de juros em ascensão e o aumento de gastos, elevam-se as previsões de aumento da dívida bruta. Após a perspectivas de baixo crescimento da dívida este ano, a previsão é de aceleração para 86% do PIB em 2022 e novas altas nos anos seguintes, com o risco de a dívida retornar com alguma rapidez para o patamar de 90% do PIB.

Outra fonte de preocupação é a desancoragem das expectativas de inflação para os horizontes mais longos, como os anos de 2023 e 2024. Em parte porque o aumento das expectativas de alta do IPCA para 2022 não se explica apenas por fatores relacionados à oferta e à demanda, observando-se também um processo de desancoragem das expectativas. Ou seja, mais um sinal de forte deterioração dos fundamentos domésticos.

Com essas questões em mente, podemos assim resumir os destaques desta edição do Boletim Macro IBRE:

- **Atividade econômica – página 6:** Em setembro, após os indicadores de alta frequência mostrarem leve desaceleração no setor de serviços, queda acentuada na venda de bens e continuidade da desaceleração na produção de manufaturados, revimos para baixo nosso cenário de crescimento do PIB de 2021, para 4,8%, com um quarto trimestre um pouco mais fraco. Com o aumento da mobilidade e o arrefecimento da pandemia, os serviços prestados às famílias, que foram os mais afetados pela Covid-19, já estão se recuperando e devem ser o destaque positivo da atividade neste semestre. Além disso, a inflação mais alta e o crédito mais caro contratam um cenário com muitos desafios para 2022, justificando nossa expectativa de crescimento de apenas 0,7% ano que vem.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 8:** A recuperação dos Índices de Confiança, que vinha ocorrendo até o terceiro trimestre de 2021, parece perder força. Pelo lado empresarial, indústria, comércio e construção já mostravam sinais de desaceleração, mas a prévia de novembro mostra que essa chegou também ao setor de serviços. Os efeitos da pandemia vão sendo controlados, mas o cenário macroeconômico frágil parece incomodar as empresas. Pelo lado do consumidor, a estabilidade da confiança em níveis muito baixos reflete a escalada inflacionária e a recuperação ainda gradual do mercado de trabalho. O cenário para a virada de ano se mostra, no mínimo, desafiador.
- **Mercado de trabalho – página 11:** A PNAD Contínua registrou em agosto mais uma queda forte da taxa de desocupação, de 13,5% para 13,0% na série dessazonalizada. Para setembro, projeta-se nova queda, para 12,4%. O número de ocupações tem crescido fortemente, sendo nos últimos meses cada vez mais influenciado pelo aumento do número de trabalhadores no setor privado com carteira assinada. Mantidas as tendências recentes, a taxa de desemprego deve voltar ao nível de 2019 no primeiro trimestre de 2022. No entanto, os indicadores atuais da PNAD Contínua sofrerão revisão pelo IBGE, com reponderação dos pesos amostrais, na tentativa de reduzir vieses de não resposta, que aumentaram significativamente na pandemia. O Caged, por sua vez, mostrou em setembro a criação de 313 mil postos de trabalho formais, pouco abaixo

do esperado pelo FGV IBRE. Para outubro, espera-se criação de 250 mil vagas, equivalente a cerca de 212 mil empregos na série com ajuste sazonal, o que evidenciaria desaceleração do mercado de trabalho formal, ainda que com forte nível de vagas criadas.

- **Inflação – página 14:** A liberação das atividades comerciais e de prestação de serviços, juntamente com a alta do preço da energia e dos combustíveis, está levando ao aumento da inflação em vários segmentos. O país está bem próximo de registrar inflação de 10% este ano e de 5% em 2022. O espalhamento das pressões inflacionárias desancora as expectativas e torna a tarefa da autoridade monetária mais desafiadora, exigindo juros mais altos para conter o avanço dos preços, o que por outro lado contribui para arrefecer o crescimento da economia, dificultando a geração de empregos e renda.
- **Política monetária – página 15:** Na seção sobre política monetária, nosso analista discute as duas opções de política com que se defrontará o Banco Central na reunião do Copom de dezembro. Se, de um lado, a significativa piora recente das perspectivas da inflação sugere a necessidade de elevar ainda mais o ritmo de aperto monetário, para que não se perca de vez o controle sobre a velocidade da alta dos preços, de outro lado são vários os argumentos em favor da manutenção do ritmo atual de alta da Selic de 150 pontos. Nosso analista sustenta ser mais provável que o BC opte pelo segundo caminho.
- **Política fiscal – página 16:** Na seção fiscal, o tema é certo grau de desvirtuamento do processo orçamentário, cuja transparência e capacidade de prestar contas à sociedade têm sido reduzidas com o recurso às emendas ditas “do relator”. A discricionariedade e a falta de transparência com que se dá o desembolso dessas emendas as têm colocado em destaque no noticiário econômico e político recente, sob a alcunha de “orçamento secreto”. Criado para corrigir erros ou omissões de ordem técnica ou legal, seu uso tem sido ampliado e desvirtuado com fins políticos. Em meio a negociações envolvendo o Auxílio Brasil e a conta de precatórios para o ano que vem, destaca-se que garantir a segurança social depende acima de tudo de uma política fiscal responsável (e vice-versa).
- **Setor externo – página 20:** A seção sobre o setor externo destaca quatro pontos: a desaceleração do crescimento nos saldos comerciais; a queda, na margem, dos termos de troca; o comportamento dos bens intermediários nas importações; e as expectativas mais favoráveis para a agropecuária. Os pontos sinalizam um possível cenário com menor saldo comercial em 2022 e uma tendência de queda nos termos de troca. Também se aborda a contribuição do aumento dos preços importados para a inflação doméstica. E, por último, é sugerido um cenário mais favorável para o setor de agropecuária do que para a indústria de transformação, desde que os preços das commodities do primeiro setor se mantenham elevados.
- **Internacional – página 24:** O tema da seção sobre economia internacional é a inflação nos EUA. As últimas divulgações do índice de preço ao consumidor (CPI) trouxeram muita preocupação. A razão é a profundidade e a extensão de diversos choques de preços, que sensibilizaram todas as medidas de núcleo da inflação. Ou seja, não só a inflação roda forte e o CPI cheio fechou outubro em 6,2% no acumulado em 12 meses, como também as diversas medidas de núcleo de inflação estão em nível preocupante. A alta dos núcleos pode ser entendida como sinal de que o processo inflacionário norte-americano já adquiriu vida própria, já tem alguma componente inercial. No entanto, ainda há dúvidas sobre esse processo e, sem dúvida, são essas questões que nortearão o processo de decisão futuro da política monetária por lá.
- **Em foco IBRE – página 26:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria do pesquisador Bráulio Borges, o tema é: “Desempenho do PIB dos países em 2020-21 e no médio prazo”.

Atividade econômica

Fim de ano mais negativo

Silvia Matos, Marina Garrido e Mayara Santiago

Os indicadores de setembro evidenciam a desaceleração que projetamos nos próximos meses. A indústria de transformação registrou queda de 0,2% MsM (-4,8% AsA), chegando a oito recuos nos últimos nove meses, considerando os dados com ajuste sazonal. O gargalo associado à falta de insumos para a indústria deve durar até o final do ano e a normalização só deve vir em meados de 2022. Já a alta de custos de produção contribui com a nossa visão de que a indústria de transformação deve permanecer desaquecida até o final do ano. Além disso, há um cenário heterogêneo dentro do setor industrial. A produção de bens de capital, por exemplo, está 15,0% acima do patamar pré-pandemia, enquanto a produção de bens duráveis está 21,8% abaixo do nível de fevereiro de 2020. Mas os bens de capital caíram pela segunda vez consecutiva na margem (-1,6% MsM). Para os bens duráveis, o choque de oferta deve perdurar devido aos fatores citados anteriormente; esta categoria já acumula nove meses de quedas consecutivas. Por fim, a indústria de transformação está 7,0% abaixo do patamar de fevereiro de 2021, período anterior aos efeitos da segunda onda de contaminação.

O varejo ampliado surpreendeu o mercado, que esperava queda de 0,2% MsM (-3,0% AsA). Os números divulgados pelo IBGE referente a setembro foram mais baixos, -1,1% MsM (-4,2% AsA), em linha com as projeções do FGV IBRE. O consumo de bens deve sofrer no segundo semestre, com a inflação acelerando, o que compromete a renda das famílias, principalmente daquelas com menor poder aquisitivo. O crédito cada vez mais caro, com as seguidas altas na taxa básica de juros, e a substituição do consumo de bens por serviços pioram o cenário para o segundo semestre.

O setor de serviços também teve queda em setembro, com contração de 0,6% em relação ao mês anterior (11,4% AsA), primeiro recuo na margem em seis meses. O destaque foi novamente para os serviços prestados às famílias, única categoria que teve crescimento na margem dentro do setor de serviços: de 1,3% se comparado com agosto, e de 32,3% em relação a setembro de 2020. O avanço da mobilidade parece ter contribuído pouco para a prosperidade do setor em setembro. Entretanto, o setor deve permanecer como o vetor de crescimento dos serviços no quarto trimestre: quando comparamos ao nível do pico da segunda onda (março de 2021), os serviços prestados às famílias cresceram 52,5%. Desde maio, o setor de serviços já está acima do patamar do período pré-crise (fevereiro de 2020). O grande risco para o setor é a inflação, já que os custos vêm subindo fortemente. E, com o fim das restrições ao funcionamento dos estabelecimentos, a inflação de serviços tende a se intensificar, como tem ocorrido em outros países.

E, por fim, o IBC-Br referente a setembro teve queda de 0,7% MsM (1,5% AsA), pouco abaixo das projeções do FGV IBRE. O indicador encontra-se 1,9% abaixo de fevereiro de 2021, isto é, antes dos efeitos advindos da segunda onda da pandemia no Brasil. Os resultados de setembro indicam que ainda há desafios a serem vencidos no quarto trimestre. A mobilidade parece trazer algum espaço para o crescimento do setor de serviços em outubro, mas o risco fiscal, a alta da inflação e a falta de insumos para a indústria não podem ser subestimados.

Adicionalmente, o Monitor do PIB do FGV IBRE cresceu 2,4 AsA (0,3% MsM). Para o terceiro trimestre, o Monitor do PIB mostrou uma ligeira queda de 0,1% TsT e crescimento de 4,1% AsA.³

No entanto, nossa expectativa é de que, em termos agregados, o PIB cresça apenas 0,1% em relação ao segundo trimestre (4,4% AsA). Mantemos a perspectiva de retomada do setor de serviços no quarto trimestre, porém a indústria não terá um bom desempenho. Consequentemente, revisamos levemente para baixo nossa projeção de crescimento do ano, para 4,8% (ver Tabela 1).

Pelo lado da oferta, a indústria foi revisada para um patamar neutro, 0%TsT (1,4% AsA), ante -0,9%TsT (0% AsA) no último boletim. Isso se deve à revisão do setor de construção civil, que, segundo dados da sondagem da indústria, vem apresentando um número elevado de estoques insuficientes, o que nos levou à conclusão de que o setor pode ter tido uma recuperação mais acelerada no terceiro trimestre.

Ainda pelo lado da oferta, o setor de serviços deve crescer 1,5% TsT (6,2% AsA), tendo como principais vetores o subsetor de transporte e os outros serviços que devem crescer 4,5% TsT (11,5%) e 4,0% TsT (13,5% AsA), respectivamente. No ano, os serviços devem crescer 5,1%, acima do carregamento estatístico de 4,1% e acima do PIB agregado.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 0,5% TsT (3,8% AsA) no terceiro trimestre, e 4,0% no ano. Ou seja, com a inflação mais alta, a massa de rendimentos das famílias deve ser menor e, portanto, a nossa projeção de consumo das famílias foi revisada ligeiramente para baixo no ano. Além disso, com os juros mais altos, o crédito fica cada vez mais caro, o que prejudica o consumo das famílias. Já o investimento deve se contrair em 1,6% TsT (17,4% AsA). Em linha com a forte demanda doméstica, as importações devem superar as exportações: esperamos crescimento de 25,7% AsA (-5,2% TsT) vis à vis 0,7% AsA (-10,9% TsT), respectivamente.

No ano, esperamos crescimento de 4,4% na indústria, influenciada principalmente pelo elevado carregamento estatístico da indústria de transformação e pela retomada da construção civil. Para 2022, projetamos crescimento de apenas de 0,7%, levemente acima do carregamento estimado de 0,4%.⁴ A indústria deve continuar com dificuldades e a alta esperada na taxa de juros até 2022 terá impactos sobre a indústria de transformação, que deve se contrair (-3,2%) ano que vem. No entanto, esperamos que serviços e agropecuária cresçam acima do PIB agregado, 1,3% e 5%, respectivamente.

Tabela 1: PIB projeções

Atividades	2021.III (TsT)	2021.III (AsA)	2021	2022
Consumo das Famílias	0.5%	3.8%	4.0%	0.8%
Consumo do Governo	1.9%	4.2%	2.7%	1.9%
Investimento	-1.6%	17.4%	17.2%	0.1%
Exportação	-10.9%	0.7%	6.6%	1.8%
Importação	-5.2%	25.7%	11.8%	3.0%
PIB	0.1%	4.4%	4.8%	0.7%
Agropecuária	-2.5%	-2.5%	1.3%	5.0%
Indústria	0.0%	1.4%	4.4%	-1.1%
Extrativa	-1.5%	1.7%	3.2%	3.5%
Transformação	-1.3%	-0.8%	4.6%	-3.2%
Eletricidade e Outros	-0.2%	-2.0%	1.4%	1.2%
Construção Civil	4.0%	11.5%	7.6%	0.0%
Serviços	1.5%	6.2%	5.1%	1.3%

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

³As estimativas do Monitor do PIB incluem estimativas trimestrais de revisão do PIB de 2019, 2020 e o primeiro semestre de 2022, utilizando as informações do PIB anual de 2019. No entanto, estas revisões serão liberadas pelo IBGE apenas no dia 02/12, quando as Contas Nacionais Trimestrais referente ao terceiro trimestre serão divulgadas. Nossas estimativas não incluem as revisões incorporadas pelo Monitor do PIB.

⁴Para mais detalhes sobre a revisão do PIB de 2022 ver "Recessão do PIB cíclico em 22" (<https://blogdoibre.fgv.br/posts/contracao-do-pib-ciclico-em-2022>).

Expectativas de empresários e consumidores

Cenário desafiador para retomada da confiança

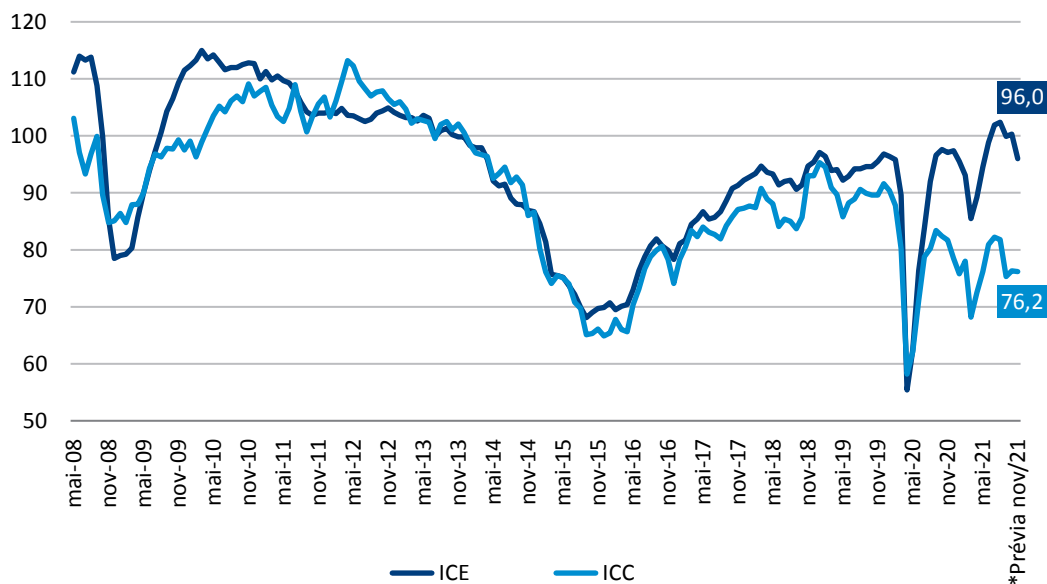
Aloisio Campelo, Rodolpho Tobler e Viviane Seda Bittencourt

A recuperação dos índices de confiança que se esboçara em outubro após queda acentuada no mês anterior pode estar perdendo força em novembro se tomarmos como referência o resultado da prévia produzida pela equipe do FGV IBRE, com dados até o dia 12 deste mês.

O Índice de Confiança Empresarial, que havia recuado 2,5 pontos em setembro e recuperado 0,4 ponto no mês seguinte, caiu 4,3 pontos na prévia, passando a registrar 96,0 pontos. O Índice de Confiança do Consumidor, que havia despencado 6,5 pontos em setembro e avançou apenas 1,0 ponto em outubro, nesta prévia fica praticamente estável, com variação de -0,1 ponto, passando a melancólicos 76,2 pontos.

Gráfico 1: Confiança de consumidores e empresários

(Com ajuste sazonal, em pontos)

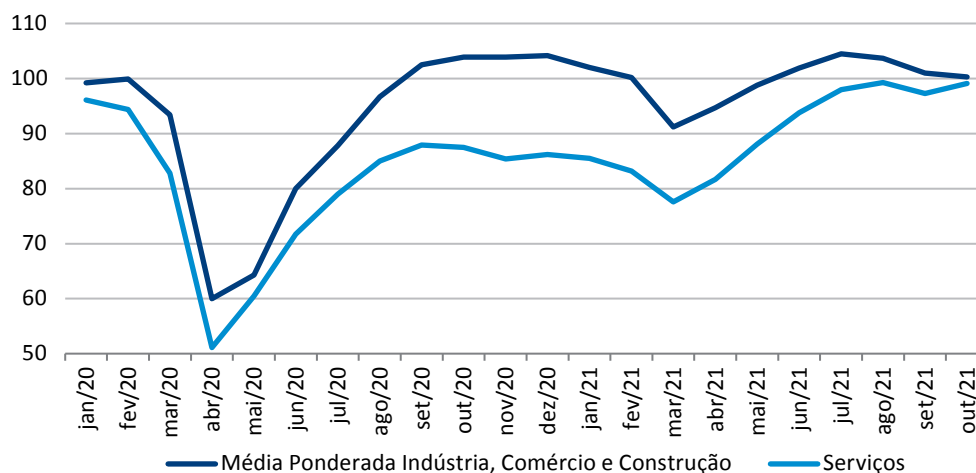


Fonte: FGV IBRE.

Entre as empresas, a evolução da confiança vinha se caracterizando nos últimos meses, até outubro, pelo avanço gradual do Setor de Serviços - especialmente nos segmentos que mais sofreram ao longo da pandemia, como os *Prestados às Famílias*, e pela redução nos demais setores. A combinação de resultados aproxima o nível de confiança dos dois grupos, como mostra o gráfico a seguir. A prévia de novembro mostra que o setor de serviços perdeu força, gerando dúvidas quanto à possibilidade de manutenção da tendência ascendente observada nos meses anteriores.

Gráfico 2: Índice de Confiança de Serviços e média dos demais setores

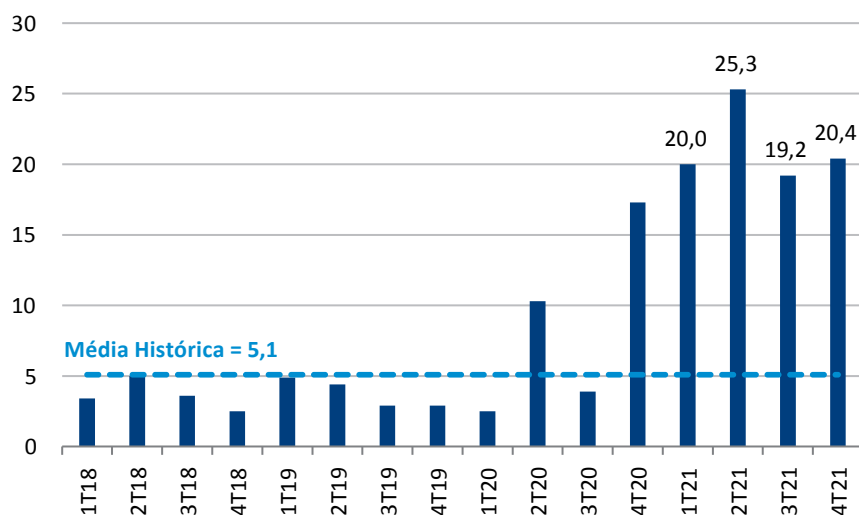
(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

Ainda pelo lado empresarial, um problema que vem sendo largamente discutido durante a pandemia são os gargalos produtivos provocados pela desestruturação das cadeias de valor, que vêm levando à escassez de insumos e matérias primas. Na Sondagem da Indústria de outubro, esse fator foi citado espontaneamente por 20,4% das empresas como limitativo à expansão dos negócios, uma proporção muito alta em termos históricos. A parcela de empresas com problemas dessa natureza é mais expressiva nos segmentos ligados à produção de bens duráveis, onde 56,4% das empresas reportam dificuldades, após atingir o recorde de 65,5% no segundo trimestre.

Gráfico 3: Percentual de empresas reportando escassez de matéria prima como limitador para expansão dos negócios



Fonte: FGV IBRE.

Pelo lado dos consumidores, depois do tombo de setembro, a confiança não tem dado sinais de novas quedas, estabilizando-se em patamar extremamente baixo, quase 20 pontos inferior ao da confiança empresarial. A diferença de percepção entre as diferentes faixas de renda também continua grande. As famílias de renda mais baixa (renda familiar mensal até R\$ 2.100) sentem os efeitos do período longo de restrições. Grande parte teve alguém na família que perdeu o emprego, essas famílias tipicamente já esgotaram seus recursos de poupança quitando despesas, percebem os efeitos da inflação mais alta e registram a maior proporção desde o início da série histórica dos que definem sua situação orçamentária atual como “*endividado*” (24,5%). As famílias de renda mensal mais elevada (acima de R\$ 9.600) reportam com menos frequência o comprometimento orçamentário com dívidas (apenas 6,4% estão endividados), ainda que sintam o efeito da disseminação da inflação por sua cesta de consumo. Entre estes, a flexibilização das medidas de restrição à circulação abre a possibilidade de uso de parte das reservas financeiras com viagens e serviços pessoais e de lazer. São itens cuja demanda esteve represada durante o período mais crítico da pandemia.

O cenário de recuperação que vinha se desenhando até o terceiro trimestre de 2021 perdeu força. A desaceleração da atividade vinha sendo captada pela queda na confiança setorial, à exceção do Setor de Serviços, cuja evolução favorável vinha sendo a boa notícia deste final de ano, mas que agora começa a dar sinais de enfraquecimento também. Os efeitos da pandemia parecem cada vez mais controlados, mas o cenário macroeconômico frágil incomoda empresas e consumidores. Estes, abalados pela escalada inflacionária e por um mercado de trabalho que evolui favoravelmente, mas ainda está longe de poder ser definido como “forte”, ficam de mãos relativamente atadas. O ano de 2022 parece se tornar cada vez mais desafiador para a economia brasileira.

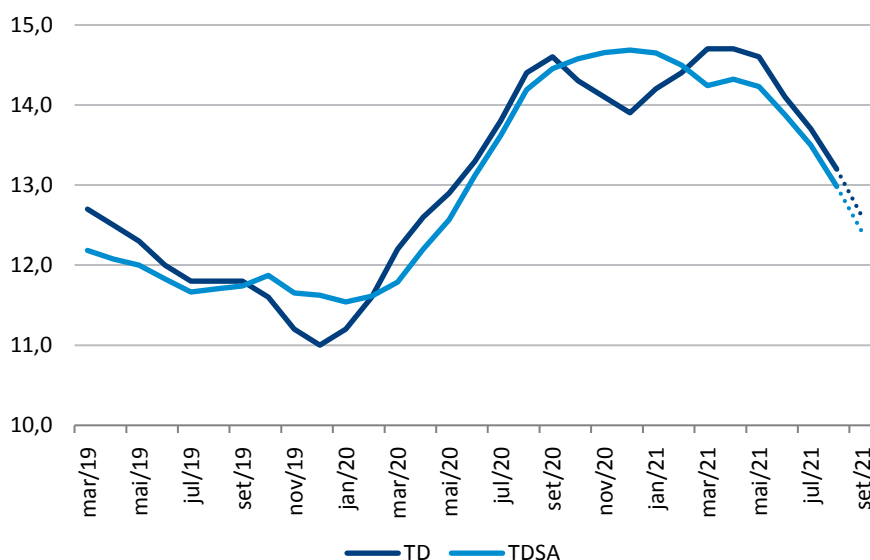
Mercado de trabalho

Emprego formal acelera na PNAD Contínua, mas reponderação pode levar a diferentes resultados na série histórica

Daniel Duque

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) registrou em sua edição de agosto nova queda forte da taxa de desocupação, de 13,7% (julho), para 13,2%, com recuo semelhante na série dessazonalizada, de 13,5% para 13%. A taxa acabou abaixo do esperado pelo FGV IBRE (13,5% na série sem ajuste). Para setembro, espera-se nova queda, para 12,6% – o que, em termos dessazonalizados, significa redução para 12,4% no próximo trimestre móvel.

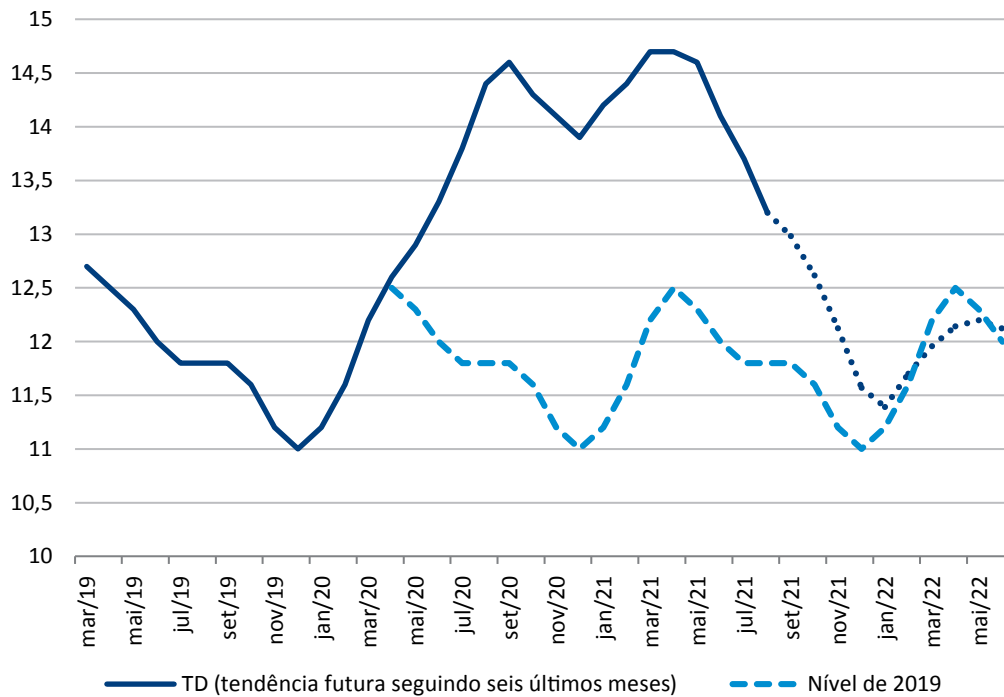
Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2019-21 (em %)



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

O mercado de trabalho tem mostrado aceleração do número de ocupados, com o quarto aumento mensal acima de 1 % nos últimos cinco meses (na série mensalizada com ajuste sazonal). Ainda que também esteja crescendo, a taxa de participação tem tido importância menor no aumento de ocupados, fazendo com que a taxa de desocupação continue caindo fortemente. Seguindo o mesmo ritmo dos últimos seis meses, a taxa de desocupação deve chegar ao mesmo nível de 2019 em março de 2022, marcando dois anos desde o início da pandemia.

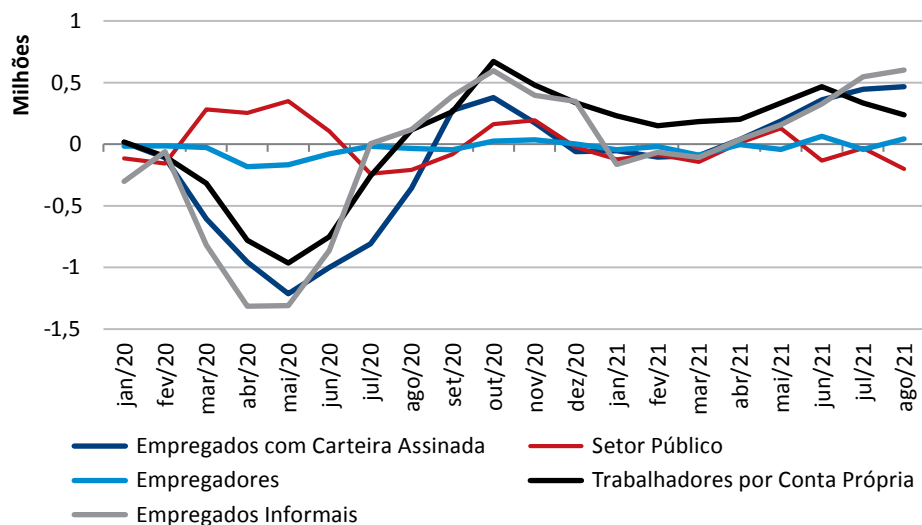
Gráfico 5: Projeção da Taxa de Desocupação até o segundo trimestre de 2022



Fonte: PNADC. Elaboração: FGV IBRE.

Diferentemente do início do ano, em que o número de ocupados era predominantemente puxado por informais, nos últimos meses o crescimento tem sido fortemente influenciado pelo aumento dos empregados no setor privado com carteira assinada. Como mostra a série mensalizada com ajuste sazonal, a criação de tal tipo de emprego foi de 467 mil no último mês.

Gráfico 6: Saldo de vagas criadas por categoria – série dessazonalizada



Fonte: PNADC Trimestral. Elaboração: FGV IBRE.

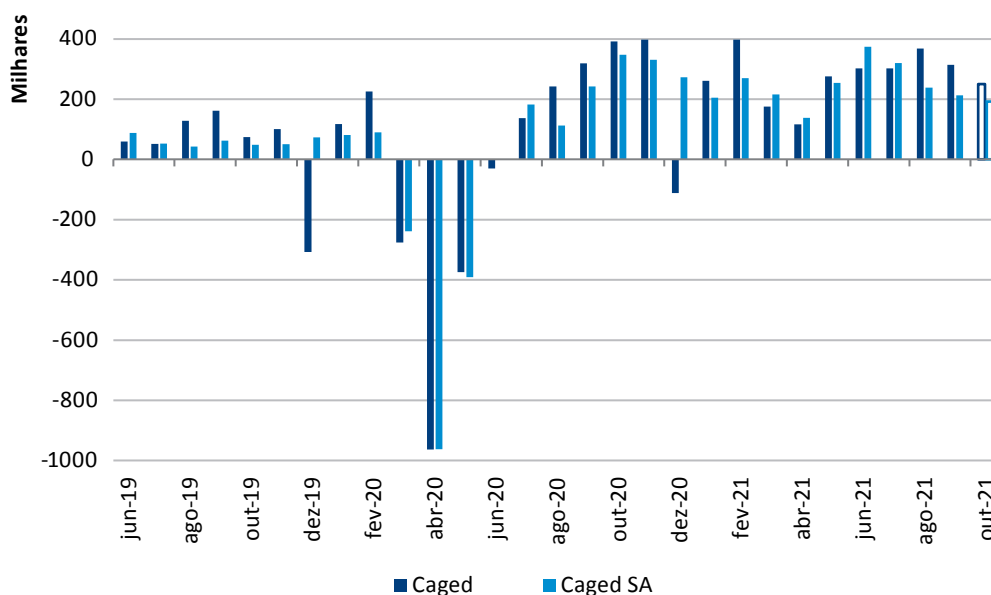
No entanto, os resultados divulgados até então pela PNAD Contínua tendem a sofrer alguma modificação com a reponderação, planejada pelo IBGE para a próxima divulgação, mas que também ocorrerá para todos os meses anteriores. Tal mudança é motivada pelos desafios recentes advindos da pandemia de Covid-19 na produção de estatísticas oficiais, que estão sendo enfrentados por todos os institutos nacionais de estatística. Da mesma forma, o Instituto de Estatística do Reino Unido (ONS) publicou recentemente um artigo sobre reponderação de sua pesquisa de força de trabalho, devido aos efeitos causados pela pandemia no seu perfil de respondente.

O IBGE, na comparação entre os trimestres de 2018 a 2020, constatou que a coleta por telefone, iniciada por conta da pandemia, captou um percentual menor de domicílios unipessoais masculinos do que o observado no período anterior à pandemia. No entanto, tendo em vista que o valor de estimativas simuladas com viés de captação permaneciam dentro do intervalo de confiança do indicador original para os principais indicadores, tanto no nível nacional quanto para Grandes Regiões e Unidades da Federação, foi decidido manter a pesquisa.

Ainda assim, o IBGE concluiu ser benéfico implementar novo método de ponderação, que mitiga o viés de não resposta e cobertura – mas não os solucionando completamente, como observando pelo instituto. Além de tal mudança metodológica, o IBGE também, a partir do terceiro trimestre de 2021, passou a adotar a coleta presencial das informações e do telefone na realização das primeiras entrevistas (abertura da pesquisa), e coleta presencial das informações em casos de recusa e insucesso na realização das entrevistas por telefone.

O Caged, por outro lado, mostrou em setembro forte – ainda que menor – geração de vagas, pouco abaixo do nível projetado pelo FGV IBRE (380 mil), com abertura de quase 314 mil postos de trabalho formais – equivalente a 212 mil postos na série dessazonalizada. Para outubro, espera-se nova desaceleração na série com e sem ajuste sazonal, de 250 mil vagas, ou 192,5 mil com dessazonalização.

Gráfico 7: Saldo de Vagas do Caged em 2019-21



Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: FGV IBRE.

Inflação

O espalhamento das pressões inflacionárias afasta o IPCA da meta de 2022

André Braz

O espalhamento das pressões inflacionárias segue alterando a expectativa de inflação de 2021 e 2022. A liberação das atividades comerciais e de prestação de serviços, juntamente com a alta do preço da energia e dos combustíveis, está favorecendo o aumento da inflação em vários segmentos.

A média móvel trimestral do índice de difusão está em 67,9%, o maior percentual desde janeiro de 2021, quando registrara alta em 68,1% dos itens componentes do IPCA.

Em outubro, energia elétrica e combustíveis passaram a responder por 50% da taxa acumulada em 12 meses pelo IPCA. Tal influência se verifica pelo avanço da taxa em 12 meses dos principais grupos componentes do IPCA. Os preços monitorados, que até outubro de 2021 acumulam alta de 17%, alcançaram a maior taxa em 12 meses desde janeiro de 2016, quando subiram 17,2%. Os riscos de novos aumentos no preço do petróleo ameaçam trazer novas altas nos preços deste segmento.

Outros grupos importantes do IPCA também seguem em aceleração. Os bens duráveis, que acumulam alta de 11,5% em 12 meses até out/21, registram sua maior taxa de variação desde abril de 2000, quando seus preços avançaram 12,8%. Na sequência, os bens semiduráveis, que acumulam alta de 8,4% em outubro de 2021, registram sua maior taxa desde agosto de 2005, 8,8%. Por fim, os serviços livres subiram 4,9% em 12 meses, a maior taxa desde setembro de 2017, quando haviam apresentado alta de 5%.

A única classe de despesa a apresentar arrefecimento foi a de bens não duráveis. Os preços de alguns alimentos ensaiam pequena queda, contribuindo para a desaceleração da taxa acumulada em 12 meses. Segundo as prévias do IPA-M de novembro, itens como milho, soja e bovinos apresentaram queda, movimento que permitirá a continuidade da desaceleração dos bens não duráveis, cuja taxa passou de 13,9% em setembro para 13,1% em outubro. Apesar da desaceleração, segue como o maior patamar desde outubro de 2016, quando subira 13,4%.

Os custos industriais e de prestação de serviços seguem muito pressionados pelos preços da energia e dos combustíveis. Esses custos em alta sustentam repasses por toda a cadeia produtiva. O aumento da taxa Selic, que chegará próximo de 10% no final do ano, torna-se menos eficaz diante de tais custos. Sem o auxílio da política fiscal, dada a baixa disposição do governo em acertar as contas públicas, o país deixa de contar com um importante instrumento para deter o avanço da inflação via estabilidade cambial, lembrando que o câmbio muito contribuiu para o espalhamento das pressões inflacionárias em vários segmentos.

O avanço da inflação de 2021 também ajuda a comprometer a inflação de 2022 via indexação. Tarifas públicas e serviços educacionais serão os mais influenciados e poderão pressionar a inflação do próximo ano, cujas expectativas rapidamente se distanciam da meta de 3,5% estabelecida para 2022.

A liberação das atividades comerciais e de prestação de serviços, juntamente com a alta do preço da energia e dos combustíveis está favorecendo o aumento da inflação em vários segmentos.

Diante de tal cenário, a expectativa de inflação só cresce para 2021 e 2022. O país está bem próximo de registrar inflação de 10% este ano e de 5% em 2022. O espalhamento das pressões inflacionárias desancora as expectativas e torna a tarefa da autoridade monetária mais desafiadora, pois além de encontrar maior dificuldade para conter o avanço dos preços, o aumento de juros contribui para o arrefecimento do crescimento da economia, dificultando a geração de empregos e renda

Política monetária

O que fará o Copom na reunião de dezembro?

José Júlio Senna

A seção sobre política monetária do Boletim Macro de outubro foi concluída antes da mudança recente do ambiente macroeconômico, envolvendo a questão fiscal. Em outras palavras, antes da busca do governo por “permissão para gastar”. Como é notório, o abalo produzido na âncora fiscal representada pelo teto dos gastos mexeu bastante com os preços no mercado financeiro e com as próprias expectativas de inflação.

Por ter sido realizada antes desse novo marco na política fiscal brasileira, a discussão contida no Boletim anterior não contemplou a possibilidade de ajuste para cima da taxa Selic, como decidido na reunião do Copom de outubro. Tal possibilidade ganhou corpo apenas após os sinais de mudança na área fiscal.

A análise feita em outubro focou na questão do horizonte relevante para a política monetária. Iria o Banco Central promover duas altas de 100 pontos da Selic e manter o ritmo no começo de 2022, numa tentativa de conseguir cumprir a meta de inflação de 2022? Ou a manutenção do ritmo nos encontros de fevereiro e março prejudicaria excessivamente a atividade econômica, sem ganhos expressivos no campo da inflação, sendo por isso desaconselhada?

Os últimos tempos têm deixado claras as dificuldades envolvidas em exercícios de previsão acerca do futuro da política monetária, observação válida não apenas para o Brasil, mas também para vários outros países, todos às voltas com processos inflacionários bem mais intensos e persistentes do que os inicialmente previstos. Em particular, entre nós, não sabemos até onde irá o aperto monetário em curso e há dúvidas sobre a difícil decisão do Copom a ser tomada em dezembro.

A tabela abaixo mostra os níveis de variáveis relevantes em três momentos distintos do tempo: na véspera da mudança de postura governamental no campo fiscal, na terça-feira que antecedeu a decisão do Copom de outubro, e no dia em que a presente seção foi concluída (15/11).

Tabela 2: Evolução Recente de Variáveis Relevantes para a Decisão do Copom

	Câmbio	CDS	Expectativas Focus		Juros - DI		
	BRL/USD	5 anos	IPCA 2022	IPCA 2023	jan/23	jan/27	jan/31
18/10/2021	5,51	204,45	4,20	3,25	9,36	10,66	11,08
26/10/2021	5,57	227,38	4,50	3,29	11,59	11,96	12,04
15/11/2021	5,46	237,11	4,79	3,32	11,97	11,64	11,63

Nota: é utilizada a mediana das expectativas Focus para o IPCA. Fontes: Banco Central do Brasil (Pesquisa Focus); Bloomberg.

Como é possível notar, nesses últimos de 30 dias aproximadamente, o risco país se elevou e as estimativas Focus de inflação para 2022 e 2023 mantiveram-se em alta, descolando-se para cima das respectivas metas. O preço do US\$ e os juros de mercado, porém, interromperam suas trajetórias de alta, notando-se certa inversão da curva de juros. Os participantes de mercado parecem entender que não se encontra longe o ponto em que o BC interromperá o ciclo de doses de aperto da política monetária.

Diante desse quadro, as opções do Copom de dezembro parecem ser: a) acelerar o ritmo de alta para 175 ou 200 pontos; b) manter os 150 pontos definidos na reunião de outubro.

Em favor da primeira opção pode-se argumentar que as perspectivas inflacionárias têm adquirido feições cada vez mais feias, em especial no que diz respeito à alta das expectativas Focus para os próximos anos. Segundo a mais recente divulgação da pesquisa, os desvios dessas expectativas com relação às metas encontram-se em 129 e 7 pontos base, respectivamente. Maior agressividade na condução da política monetária seria então, segue o argumento, a única forma de se evitar a perda de controle da inflação.

Em suporte da opção por manutenção do ritmo de 150 pontos pode-se argumentar da seguinte maneira. Primeiro, o único membro do Copom que se manifestou de público sobre o assunto foi a diretora Fernanda Guardado, para quem o BC ainda mira a meta de 2022 e o ritmo atual parece adequado.

Segundo, dada a insistência do BC em dizer que o objetivo numérico de inflação para o próximo ano ainda está sendo perseguido, parece fazer mais sentido ajustar a Selic em 150 pontos em dezembro, em lugar de acelerar o passo, pois isso facilitaria repetir a dose no início do ano, algo supostamente relevante para quem precisa convencer o mercado de que a meta de 2022 ainda é o foco.

Terceiro, avaliando-se pela comparação entre os juros do swap prefixado 360 e a estimativa Focus da inflação doze meses adiante, os juros reais da política monetária se elevaram de maneira bastante significativa, tendo chegado a 6,4% a.a., patamar esse indiscutivelmente bem restritivo.

Quarto, os últimos resultados mensais de importantes indicadores da atividade econômica, como produção industrial, vendas do varejo, receita real dos serviços e IBC-Br, todos em território negativo, revelam quão debilitada está a economia brasileira neste segundo semestre, contrariando as expectativas de muitos, inclusive as do próprio BC. Sendo assim, não seria sensato forçar ainda mais o aperto monetário.

A nosso ver, a segunda opção tem apelo maior do que a primeira e, a julgar pelas informações disponíveis, nela provavelmente recairá a escolha do BC.

Política fiscal

Orçamento Secreto e (Re)emendado

Bernardo Motta

De maneira geral, o orçamento público surge com vistas ao controle da arbitrariedade do governante na alocação dos recursos públicos.⁵ Atualmente entende-se que a peça orçamentária, para além de principal instrumento de gestão e fiscalização da administração pública, deve servir também como plataforma para a sociedade manifestar suas preferências quanto às prioridades na destinação dos recursos públicos. As emendas parlamentares representam, nesse contexto, uma oportunidade alocativa, uma vez que permitem a descentralização do orçamento das mãos do Executivo, dando participação também ao Legislativo.

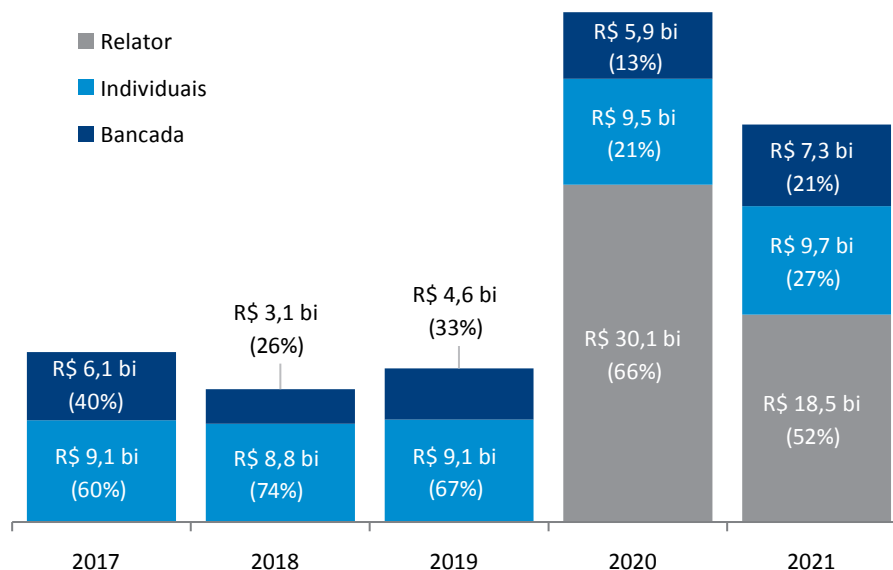
Quatro tipos de emendas podem ser feitas ao orçamento: individual, de bancada, de comissão e da relatoria. A última tem sido destaque no noticiário econômico e político recente sob a alcunha de “orçamento secre-

⁵Enap (2014,p.7). Disponível em: <https://bit.ly/3nkUGJp>

to”. A discricionariedade e falta de transparência desse tipo de emenda decorre da falta de rigor técnico exigida para sua utilização.⁶ Esse instrumento que, tradicionalmente, tem como a finalidade corrigir erros ou omissões de ordem técnica ou legal tem sido ampliado e utilizado pelo Executivo para beneficiar parlamentares aliados em troca de apoio a seus projetos no Congresso. O gráfico 8 ilustra o tamanho expressivo das emendas de relator frente as demais modalidades e aos anos anteriores.

Gráfico 8: Emendas Parlamentares, por tipo - Dotação Inicial

Em R\$ bilhões e % do total - 2017 a 2021



Elaboração Própria. Fonte: Siop. Nota: A dotação inicial corresponde ao valor inicial constante da lei orçamentária sancionada pelo Presidente. Em 2020, por exemplo, o Congresso devolveu parte dos recursos das emendas de relator, cuja dotação final ficou em R\$20,1 bilhões.

Essa e outras desvirtuações do processo orçamentário, como a aprovação do caráter impositivo das emendas individuais e de bancada ou a utilização de “pautas-bombas” como instrumento de coerção, simbolizam a degeneração de um “presidencialismo de coalizão” para um “presidencialismo de colisão”. Nesse sistema, no lugar de uma aliança política baseada em valores e programas comuns entre a Presidência e uma maioria parlamentar, Executivo e Legislativo estabelecem relações pautadas pelo embate político e pela disputa de verbas públicas, prejudicando o processo orçamentário e pondo em risco o equilíbrio fiscal.

O papel desses recursos no exercício de governabilidade do atual governo tem sido decisivo e promete continuar a ser ano que vem, dadas as demandas eleitorais impostas pelas intenções de reeleição. A liberdade exclusiva que tais recursos permitem explica em grande medida a luta de alguns parlamentares pela sua manutenção dentro do orçamento. É nesse contexto quase bélico que se enquadra a discussão da PEC 23/2021 que, dentre outras medidas, limita o valor das despesas anuais com precatórios e modifica a base do indexador do Teto de Gastos. Em detalhada análise publicada no Blog do IBRE, Manoel Pires esmiuça o impacto fiscal da

⁶O relator geral, a partir de solicitação de outros parlamentares cujo nome não é público e cuja finalidade não precisa ser justificada, tem o poder de aprovar a destinação de recursos orçamentários e indicar ao Executivo as sugestões de aplicação dos recursos.

PEC dos Precatórios e estima a criação de um espaço fiscal de R\$ 83,6 bilhões - R\$ 44,6 bilhões com a postergação dos precatórios, e R\$ 39 bilhões pela mudança dos indexadores do teto de gastos, já desconsiderando a parcela consumida por outras despesas que também dependem do novo critério de correção, como os mínimos constitucionais de saúde e educação.⁷

A PEC 23 foi inicialmente mal recebida pelo mercado, que de imediato reajustou suas expectativas acerca da capacidade de pagamento do Estado. Por um lado, um possível “afrouxamento do teto” foi interpretado como indicativo de mudança no nível de compromisso do governo com a sustentabilidade fiscal. Por outro, a limitação dos precatórios foi vista como uma tentativa de calote ou “pedalada”. Entretanto, após a aprovação em dois turnos na Câmara, a proposta chega ao Senado com ares menos pessimistas, especialmente porque a alternativa levantada tem sido a prorrogação do estado de calamidade. A possibilidade de gastos fora do teto ou de abertura de crédito extraordinários em pleno eleitoral é vista como mais perigosa para o equilíbrio fiscal, haja vista seu menor grau de previsibilidade.

Cabe registrar que nenhum dos dois pontos principais da PEC surgiu de uma hora para outra, e já eram de amplo conhecimento do governo quando da elaboração da PLOA. Ainda que, desde 2014, as despesas com os precatórios estejam crescendo rapidamente, a Advocacia-Geral da União emitiu alertas prévios ao Tesouro Nacional acerca de passivo judicial a ser pago em 2022, com salto de mais de 60% em relação à 2021.⁸ Já o Teto de Gastos, desde sua concepção em 2016, é alvo de críticas técnicas quanto a aspectos como a insensibilidade relativa ao ciclo econômico, o tratamento dos gastos com investimentos e o congelamento real das despesas.^{9 10}

Para o Executivo, a aprovação da PEC é essencial para viabilizar o Auxílio Brasil - novo programa social que substituirá o Bolsa Família e pretende ampliar os beneficiários atuais de 14,6 milhões de famílias para 17 milhões, com um reajuste de cerca de 17% do benefício médio. Para além disso, em 2022 o governo planeja oferecer uma complementação temporária para que todas as famílias recebam um benefício mínimo mensal de R\$ 400. Assim, o orçamento do Auxílio Brasil para 2022 é composto por duas parcelas, R\$ 38,2 bilhões fixos e R\$ 46,5 bilhões transitórios, totalizando R\$ 84,7 bilhões. A título de comparação, o Auxílio Emergencial em 2021 registrou um total de 39,4 milhões de pessoas elegíveis e um montante repassado de R\$60,5 bilhões.

Como a versão atual do orçamento de 2022 contempla somente R\$ 34,7 bilhões para o Bolsa Família/Auxílio Brasil, seriam os recursos adicionais da PEC 23 responsáveis por essa complementação. Entretanto, é possível verificar fontes alternativas que não ponham em questão a sustentabilidade financeira do Estado e que permitam a expansão da parcela fixa do gasto social, ou ainda mesmo que possibilitem uma complementação temporária do financiamento do aumento do gasto social.

Uma primeira alternativa seria dar o devido tratamento aos precatórios do Fundef, excluindo-os do Teto de Gastos. A razão é que, desde sua origem, o teto de gastos desconsidera de sua base de cálculo as despesas com a complementação do Fundeb (art. 107, § 6º, inciso I). Assim, tendo o Fundef sido substituído e incorporado pelo Fundeb, é razoável assumir que seus gastos possuem a mesma natureza e que a isenção de um se estende ao outro. Essa medida, por si só, liberaria um espaço de R\$ 16 bilhões no Orçamento.

⁷Disponível em: <https://bit.ly/3kCZpEA>

⁸Ver: <https://bit.ly/3kJBAuR>

⁹Ver por exemplo: <https://bit.ly/30xuX85>

¹⁰Curiosamente, não é conhecida, ao menos por este autor, nenhuma crítica quanto a correção pela inflação de junho do ano anterior acumulada em 12 meses. Pelo contrário, a justificativa técnica para tal é amplamente aceita. Curiosamente, não ocorria nenhuma crítica quanto a correção pela inflação de junho do ano anterior acumulada em 12 meses. Pelo contrário, a justificativa técnica para tal é amplamente aceita.

Outra possível fonte de recursos passa pela utilização das emendas parlamentares como fonte de custeio para expansão da política social. A PLOA 2022 já destina cerca de R\$ 16,2 bilhões às emendas parlamentares. No entanto, o Congresso geralmente reestima para cima a receita projetada pelo Executivo, o que abre espaço para a inclusão, via emendas, de novas despesas.¹¹ Em 2021, por exemplo, enquanto a PLOA apontava R\$ 16,3 bilhões em emendas, o orçamento final contemplou cerca de R\$ 35,5 bilhões para esses gastos, um aumento de R\$ 19,2 bilhões ou de 117%. É razoável supor que a mesma lógica se repetirá na PLOA 2022, ou seja, o jogo político entre Executivo e Legislativo resultaria em um cenário em que as emendas parlamentares totais corresponderiam, no mínimo, ao dobro do valor inicial projetado. Os parlamentares, em demonstração de comprometimento com a erradicação da pobreza, poderiam remanejar diretamente no Orçamento parte desse “ganho” esperado da negociação com o Executivo para o Auxílio Brasil, permanecendo com os R\$ 16,2 bilhões iniciais para exercer seu poder decisório na alocação dos recursos orçamentários, via emendas.

Essas duas propostas, em conjunto com o orçamento atual do Auxílio Brasil para 2022, resultam em um montante total de R\$ 66,7 bilhões. Apenas com a soma dos R\$ 16 bilhões oriundos da exclusão dos precatórios do Fundef do teto ao orçamento atual do Bolsa Família para 2022, seria possível dar um reajuste de 25,5% no benefício médio do Bolsa Família (de R\$198 para R\$248), e ainda expandir o número de beneficiários para as 17 milhões de famílias.

Soluções na linha das apresentadas acima e outras mais já foram alinhavadas por diversos analistas e instituições, como a IFI¹² e a Consultoria de Orçamento da Câmara dos Deputados¹³. Inclusive já existem no Senado ao menos três projetos alternativos à PEC 23, como o caso da PEC 40, apelidada PEC da Emergência Social.¹⁴ Em que pese a superioridade de uma alternativa em relação à outra, elas mostram que existem alternativas à proposta atual do governo, que atrela um justificado e necessário fortalecimento da agenda social a medidas que enfraquecem o nosso já frágil arcabouço fiscal. Importa atentar que a lógica é cíclica, isto é, garantir segurança social depende de uma política fiscal responsável, e vice-versa. Nesse ciclo virtuoso, não há espaço para segredos e remendos, apenas transparência e integridade.

¹¹Mendes (2008). Disponível em: <https://bit.ly/3wYtLX5>

¹²Relatório de Acompanhamento Fiscal de Setembro de 2021. Disponível em: <https://bit.ly/3oRowoH>

¹³Nota Técnica nº 50/2021. Disponível em: <https://bit.ly/3nndZY>

¹⁴Acesso em: <https://bit.ly/3nkpdc>

Setor externo

A balança comercial de outubro: menores saldos comerciais; queda nos termos de troca.; e, aceleração da inflação

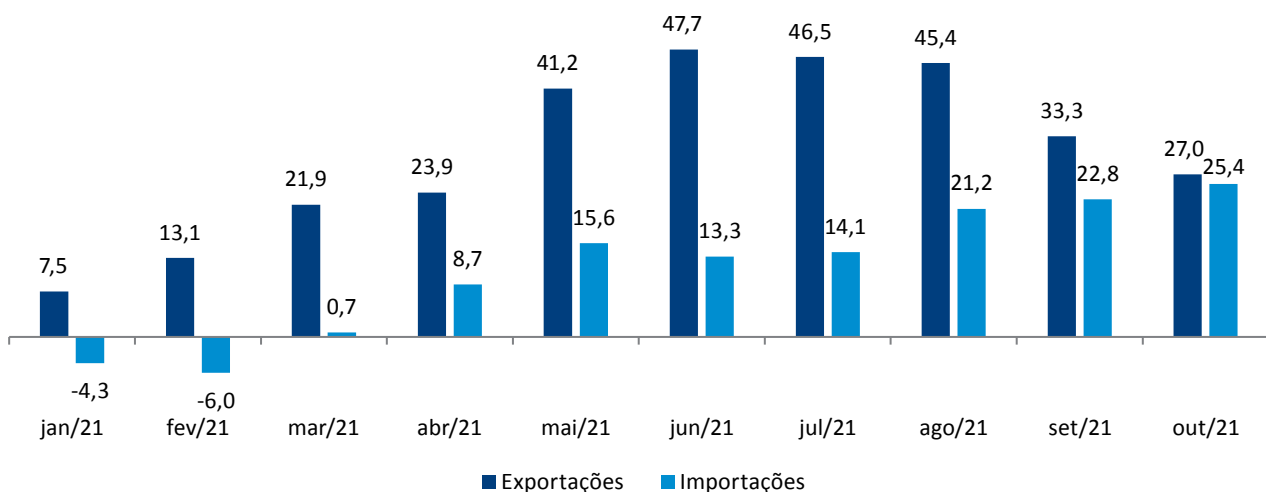
Lia Baker Valls Pereira

Destacamos quatro pontos na análise da balança comercial de outubro.

1. A desaceleração do crescimento nos saldos comerciais. Até agosto, os saldos mensais da balança comercial de 2021 superavam os saldos referentes aos mesmos meses de 2020, mas depois a tendência se reverteu. Em outubro de 2021, o superávit de US\$ 2 bilhões foi inferior ao de outubro de 2020 em US\$ 2,4 bilhões.

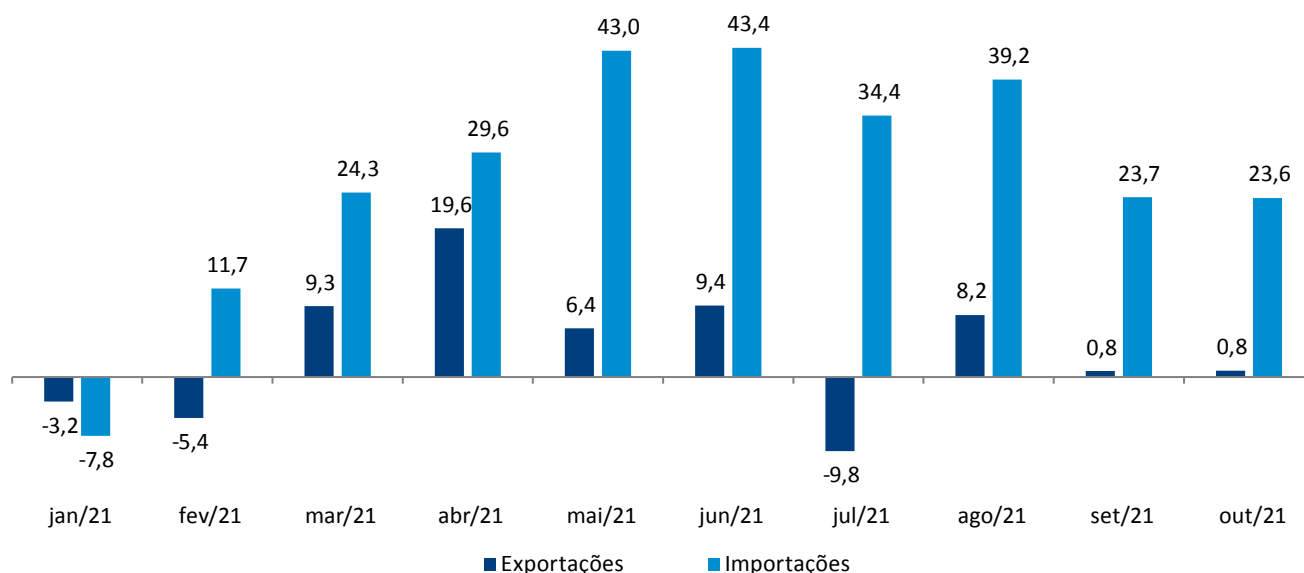
Os menores saldos podem ser explicados pela dinâmica de variação do volume e dos preços das exportações e importações. A variação interanual mensal nos preços de exportações superou a das importações ao longo de 2021. No entanto, a partir de agosto/setembro, essa diferença diminuiu e, em outubro, a variação nos preços exportados foi de 27,0% e a das importações, de 25,4%. No caso da comparação interanual em volume, a variação das importações supera a das exportações desde fevereiro. Ao longo do ano, porém, a variação do volume exportado foi desacelerando e chegamos em outubro com aumento de 0,8% no volume exportado e de 23,6% no importado (Gráficos 9 e 10). Na comparação do acumulado do ano até outubro, a variação dos preços exportados foi de 30,2% e a das importações, de 10,9%. Em volume, as exportações aumentaram 3,8% e as importações, 24,7%.

Gráfico 9: Variação (%) nos índices de preço das exportações e importações: comparação interanual mensal 2020/2021



Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

Gráfico 10: Variação (%) nos índices de volume das exportações e importações: comparação interanual mensal 2020/2021



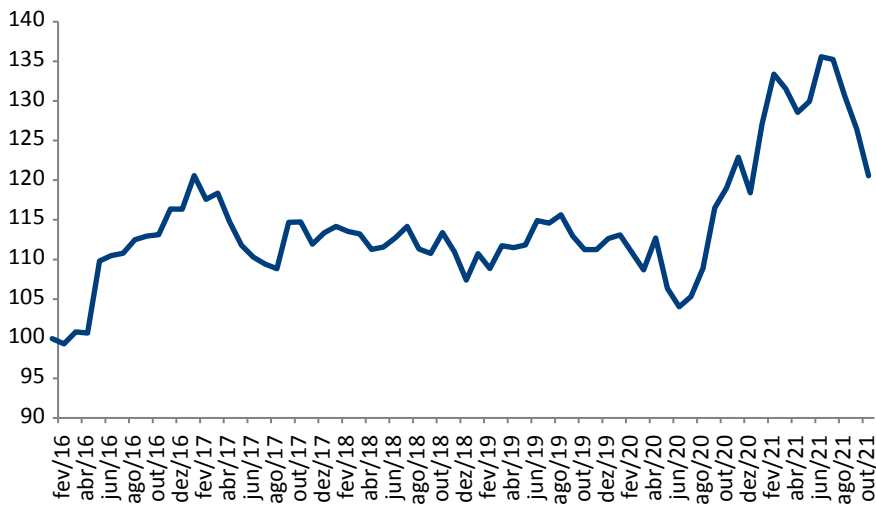
Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

A dependência do desempenho exportador do aumento de preços é confirmada quando se analisa o comportamento das exportações de commodities, que explicaram 69% das exportações totais brasileiras no período de janeiro a outubro de 2021. A variação dos preços foi de 35,8% entre os meses de outubro de 2020 e 2021 e, para o mesmo período, o volume exportado recuou 2,9%. Na comparação do acumulado do ano até outubro (2020/2021), os preços registraram variação de 40,5% e o volume caiu 0,9%.

2. A queda na margem dos termos de troca. O comportamento dos preços de exportações e importações levou a uma queda nos termos de troca, a partir de junho de 2021 (Gráfico 11).

A variação interanual mensal mostra aumento dos termos de troca até junho (30,3%). Depois, o ritmo de crescimento desacelera e, entre os meses de outubro de 2020 e 2021, a variação registrada é de 1,3%. Entre junho e outubro, os termos de troca recuaram 11%. Na comparação com 2020, porém, os termos de troca registraram aumento de 17,5% entre o acumulado do ano até outubro. Observa-se que, nessa mesma base comparação, o acumulado do ano até outubro, os termos de troca recuaram 0,2% entre 2018/2019 e 1,6%, entre 2019/2020.

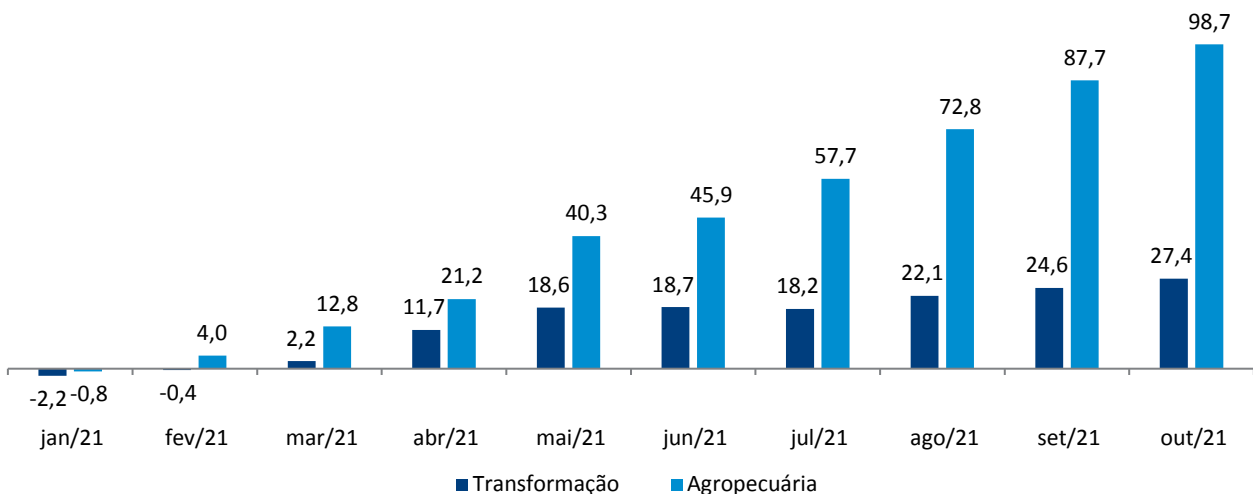
Gráfico 11: Termos de troca: média móvel trimestral, janeiro 2016=100



Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

3. O comportamento dos bens intermediários nas importações. Na edição do Boletim Macro de outubro chamamos a atenção para a elevação dos preços de importações como um dos fatores de pressão inflacionária. Repetimos o exercício (Gráfico 12). São destacados os bens intermediários, que corresponderam a 75% das importações totais do Brasil, no acumulado do ano até outubro, desagregados em termos de indústria. Como mostra o gráfico, os maiores aumentos estão em produtos intermediários classificados na indústria de agropecuária, que correspondem a 37% do valor importado. No caso da indústria de transformação, o percentual é de 72%. A elevação do preço, em dólares, junto com a desvalorização cambial eleva os custos de produção e contribui para a inflação. Embora as variações da agropecuária sejam maiores e sua parcela nas importações do setor seja menor, a sua contribuição para a inflação está presente. No caso da indústria de transformação, o peso dos bens intermediários nas importações – e com variações acelerando igualmente – elevam os custos de produção na indústria.

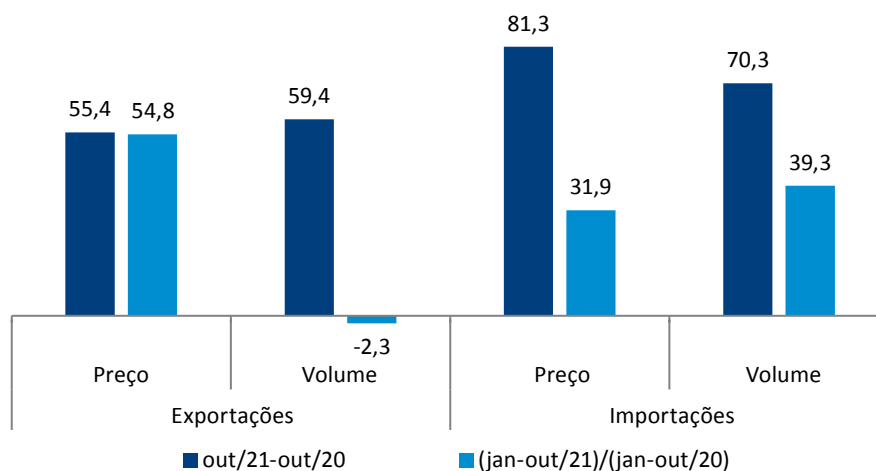
Gráfico 12: Variação (%) dos preços de importação: comparação interanual mensal 2020/2021



Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

Ressalta-se o desempenho dos produtos de petróleo e derivados, que também constituem fontes de pressão inflacionária. Em outubro, os preços de importações aumentaram 81,3% e os das exportações, 55,4%. No acumulado do ano, porém, a variação dos preços exportados supera a das importações. Esse resultado ajuda a explicar o superávit desse agregado, de US\$ 13 bilhões (janeiro-outubro de 2021), apesar de o volume exportado ter recuado e o das importações crescido entre os acumulados dos anos até outubro (Gráfico 13).

Gráfico 13: Variação (%) no volume e no preço das exportações e importações de petróleo e derivados



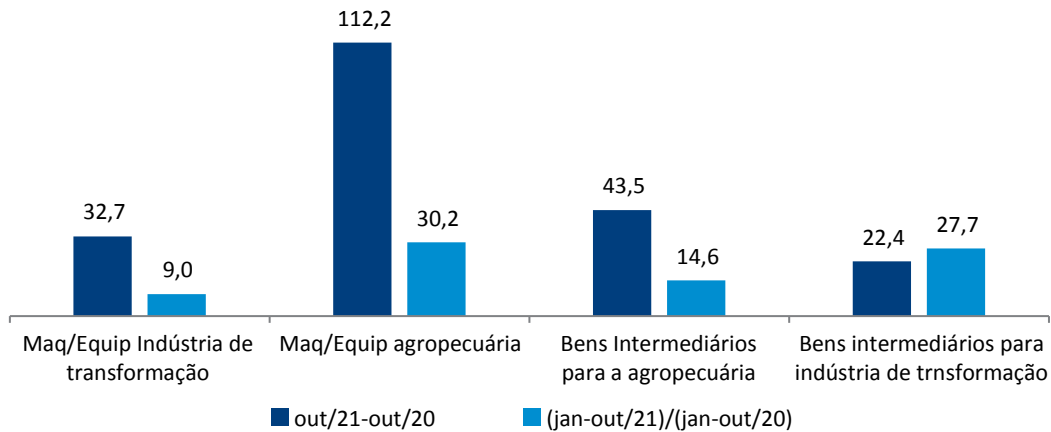
Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

4. Expectativas mais favoráveis para a agropecuária.

As importações de bens máquinas e equipamentos, assim como de bens intermediários, podem ser entendidas como um indicador de expectativas favoráveis para o crescimento de um setor. A desvalorização cambial, ao encarecer o preço das importações, tem impacto negativo nas decisões de compras no exterior. Entretanto, nenhum dos setores mostra recuo nas suas importações, como mostra o Gráfico 14. Observa-se, porém, que na comparação interanual mensal, as variações nos volumes importados da agropecuária superaram o da indústria de transformação, seja nas compras de máquinas/equipamentos ou na de bens intermediários. No caso das máquinas/equipamentos, esse comportamento já estava ocorrendo desde o final do primeiro semestre. Já para os bens intermediários é um fato novo.

A desvalorização cambial pesa mais para a indústria de transformação do que para a agropecuária, dado o diferencial da participação dos bens intermediários nos setores, como antes mencionado. Nesse contexto e com os preços internacionais das commodities elevados, o setor da agropecuária é relativamente menos afetado do que a indústria de transformação.

Gráfico 14: Variação (%) no volume importado das máquinas/equipamentos e de bens intermediários utilizados na agropecuária e na indústria.



Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

Os pontos 1 e 2 chamam atenção para a desaceleração no aumento dos saldos comerciais com elevação nos preços importados e menor ritmo de crescimento dos preços exportados. Ao mesmo tempo, o volume exportado desacelera e cresce o das importações. Um cenário que sugere menor saldo comercial em 2022 e tendência de queda nos termos de troca. O ponto 3 ressalta a contribuição do aumento dos preços importados para a inflação brasileira. E, por último, o ponto 4 sugere um cenário mais favorável para o setor de agropecuária, desde que os preços das commodities do setor se mantenham elevados.

Internacional

Inflação americana: sinal vermelho

Samuel Pessôa

Os últimos dados de inflação dos EUA – o índice de preço ao consumidor de setembro – trouxeram muita preocupação.

Como temos tratado, a economia mundial passa por três choques simultâneos. Primeiro, com pico em 2020, foi a elevação da demanda por ração animal da China após a recomposição do rebanho suíno que sofrera em 2019 da gripe suína africana. A recomposição do rebanho em 2020 elevou a demanda por ração animal em 5% aproximadamente. Ração cara significa carnes, laticínios e ovos caros. Levará alguns anos para a agricultura ajustar a oferta de grãos à nova demanda e recompor os estoques.

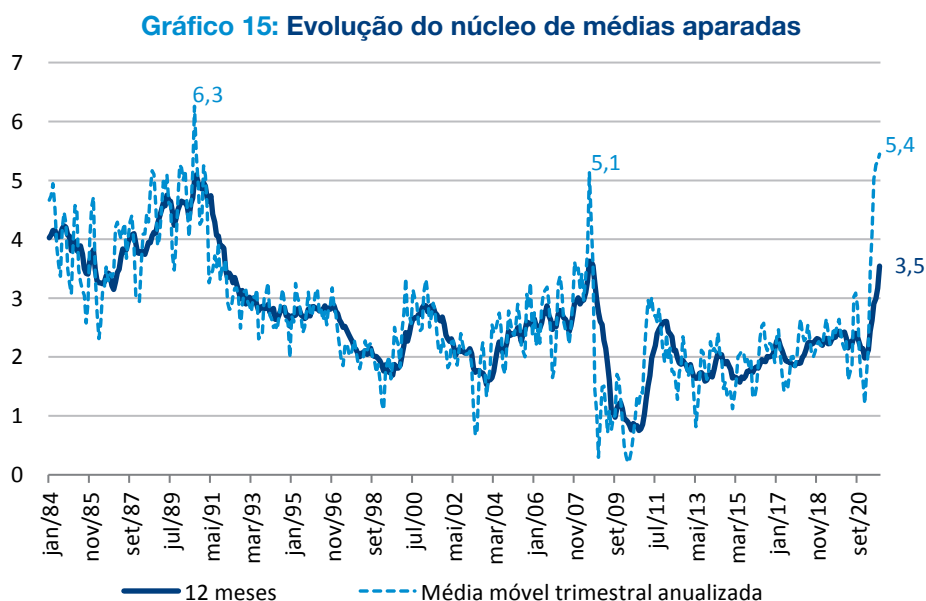
O segundo choque foi o de matérias primas e insumos industriais em geral, especialmente chips, além do encarecimento da energia e esgotamento das infraestruturas ligadas ao comércio internacional. Desde o segundo semestre de 2020, a economia mundial assistiu a uma recuperação em V forte, mas muito desequilibrada setorialmente. As longas quarentenas geraram demanda por bens. A indústria de transformação tem operado acima dos níveis anteriores à epidemia.

O excesso de demanda e de produção de bens, principalmente de bens de consumo duráveis, é intenso em: chips, matérias primas metálicas, energia e comércio internacional. Por exemplo, a movimentação de contêineres nos principais portos americanos foi, nos últimos 18 meses, 20% acima do observado nos anos anteriores a 2020.

O terceiro foi o choque da reabertura da economia. Diversos setores dos serviços – hospedagem, transporte aéreos e alimentação fora do domicílio, por exemplo – foram muito duramente afetados pela epidemia. A oferta se contraiu. As empresas reduziram o número de voos, restaurantes foram fechados, os hotéis reduziram pessoal etc. Levará algum tempo para que a oferta se reorganize. Entrementes o preço subirá. Inclusive porque a subida do preço é o mecanismo que estimula a reconstrução da oferta.

O que ocorreu na economia americana é que, devido à profundidade e extensão dos choques, eles sensibilizaram todas as medidas de núcleo da inflação. Ou seja, não só a inflação roda forte e o CPI cheio fechou setembro a 5,4% acumulado em 12 meses, como também o núcleo por exclusão, o de médias aparadas, e o núcleo da mediana fecharam a 4%, 3,5% e 2,8%, respectivamente.

O gráfico abaixo apresenta a evolução do núcleo de médias aparadas. Nota-se que a média móvel trimestral anualizada roda a 5,4%, a segunda maior leitura desde 1984! O comportamento na margem da inflação indica que a inflação em 12 meses continuará a subir por algum tempo. A média móvel trimestral para o núcleo por exclusão e o núcleo da mediana está respectivamente em 5,6% e 4,4%.



Como os núcleos são índices de preços, derivados do índice original, e construídos com a finalidade de acompanhar os componentes menos voláteis da inflação – e, portanto, apontar o caminho de longo prazo da inflação –, a alta dos núcleos pode ser entendida como um sinal de que o processo inflacionário norte-americano já adquiriu vida própria, já tem alguma componente inercial.

O problema com essa leitura é que não temos na história choques com esta intensidade e extensão no tempo. É possível que, com a reversão dos choques, haja também reversão nas elevadas leituras dos núcleos. Assim, a maior dúvida que paira hoje na economia americana é se a inflação já adquiriu ou não vida própria. São essas questões que nortearão o processo de decisão futuro da política monetária por lá.

Em foco IBRE

Desempenho do PIB dos países em 2020-21 e no médio prazo

Bráulio Borges

Em um *paper* publicado no começo de novembro (“The effects of fiscal measures during Covid-19”, WP 21/262), economistas do FMI avaliaram os impactos sobre a atividade econômica das diversas medidas de suporte fiscal adotadas por 52 países ao longo de 2020. Os autores utilizaram a chamada abordagem narrativa, levando em conta os efeitos estimados dos anúncios desses pacotes. A vantagem dessa abordagem é que ela permite que também sejam captados alguns efeitos expectacionais associados a essas medidas (incluindo questões relacionadas à sustentabilidade fiscal, que podem contrabalançar ou mesmo neutralizar o efeito “keynesiano” de medidas de estímulo fiscal).

Segundo eles, considerando apenas o ano de 2020, os anúncios de pacotes de suporte fiscal foram efetivos em estimular a atividade, impulsionar a confiança e reduzir o desemprego, com resultados distintos a depender do tipo de política e das medidas administrativas adotadas pelos países para conter a pandemia. Políticas que buscaram prover liquidez para as empresas e famílias foram mais efetivas naqueles países que foram mais rigorosos nas ações administrativas implementadas para conter o vírus, ao passo que as medidas que buscaram impulsionar a demanda foram mais efetivas nos países em que as medidas de contenção da pandemia foram mais relaxadas.

Assim, o trabalho deles sugere que a frustração de crescimento do PIB no ano passado – isto é, a diferença entre a expectativa para a variação do produto formulada no final de 2019 e a variação efetivamente observada em 2020 – poderia ter sido maior do que a frustração média de cerca de 7,7 p.p. efetivamente observada no ano passado (levando em conta uma média simples de 183 países; a mediana foi de 6,9 p.p.). Vale notar que, no caso brasileiro, essa frustração foi de 6,1 p.p., próxima daquela observada nos EUA (5,5 p.p.), mas pior do que aquelas verificadas na China (3,5 p.p.) e Coreia do Sul (3,1 p.p.) – países que adotaram pacotes de suporte fiscal menos agressivos, mas que tiveram mais êxito em conter o espraiamento do vírus em seus territórios. O grande destaque negativo, dentre os principais países, foi a Índia, com uma frustração de PIB de pouco mais de 14 p.p.

Não obstante o resultado do trabalho dos autores sugerindo efetividade da política fiscal em 2020, o tamanho do multiplicador fiscal estimado por eles para 2020 foi relativamente baixo: cada 1 p.p. de suporte fiscal (acima e abaixo da linha, incluindo a concessão de garantias) gerou um impacto de 0,2 p.p. sobre o PIB. Trata-se de algo já apontado por outros estudos, sendo justificado pelo fato de que as medidas sanitárias de contenção da pandemia limitaram o impacto econômico desses pacotes, gerando inclusive como efeito colateral uma forte elevação da poupança em boa parte do mundo.

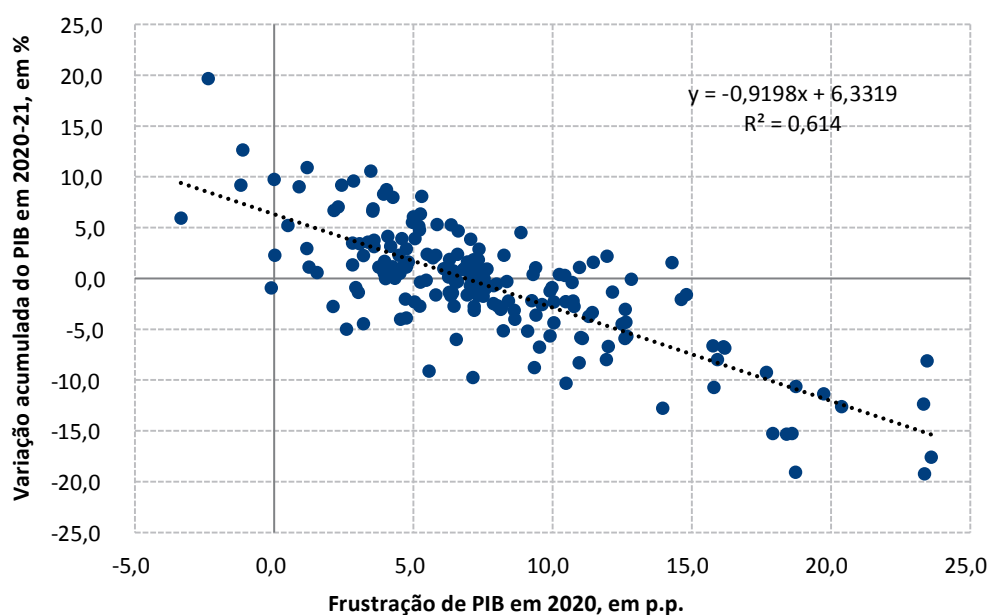
A retirada gradativa dessas medidas administrativas ao longo de 2021 sugere que parte dos efeitos dessas políticas fiscais emergenciais poderia emergir justamente neste ano, com defasagem maior do que ocorreria em outras situações. Nesse contexto, é interessante analisar também o desempenho esperado para as economias dos países no biênio 2020-21.

O gráfico a seguir compara a frustração observada em 2020 com a projeção de crescimento para o PIB no acumulado do biênio pandêmico. Nota-se uma relação razoavelmente forte e negativa: quanto maior a frustração em 2020, menor o crescimento do PIB no acumulado do período 2020-21. Ou seja: políticas fiscais e

de contenção da pandemia que foram efetivas em conter os danos econômicos em 2020 também ajudaram a minimizar esses impactos no biênio.

Convém assinalar que, levando em conta a média simples dos 183 países utilizados para construir gráfico abaixo, a variação acumulada do PIB em 2020-21 deverá ser de -0,8%, segundo as projeções mais recentes do FMI. No caso chinês, essa variação deverá ser de +10,5%, passando por +4,5% no caso chileno, +3,4% no coreano, +2,4% nos EUA, +1,4% na Índia e +1% no caso brasileiro. Na outra ponta, países pequenos e/ou com elevada dependência de fluxos de turismo deverão registrar variações negativas do produto nesse mesmo biênio. Vale notar também que o Brasil está um pouco acima da reta de regressão (a equação descrita abaixo sinalizaria um crescimento de nosso PIB de 0,7% em 2020-21, dada a frustração efetivamente observada em 2020).

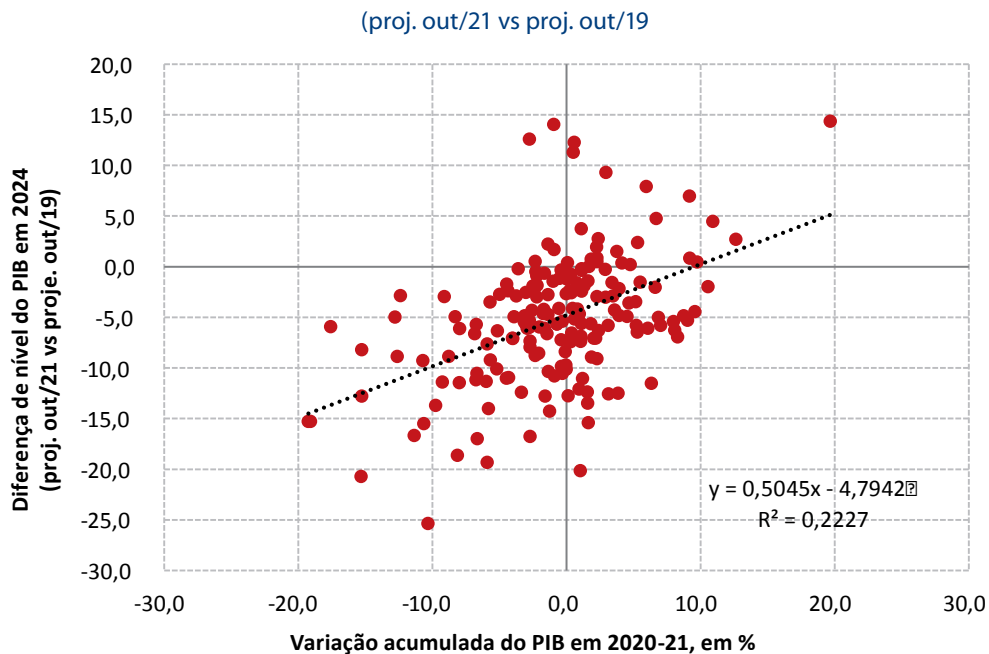
Gráfico 16: Frustração de PIB em 2020 vs Variação acumulada do PIB em 2020-21



Fontes: WEOs FMI Oct19 e Oct21.

E se essa análise for estendida para um horizonte mais longo – algo que permitiria avaliar os efeitos de histerese econômica (“scarring”) projetados atualmente pelo FMI? O gráfico a seguir compara o desempenho do PIB em 2020-21 com a diferença, em 2024, do PIB no nível projetado pelo FMI em outubro deste ano vs o nível projetado em outubro de 2019.

Gráfico 17: Variação acumulada do PIB em 2020-21 vs Diferença do PIB no nível em 2024



Fontes: WEOs FMI Oct19 e Oct21.

Como pode ser notado, a relação é positiva – quanto melhor o desempenho em 2020-21, menor a perda de PIB no médio prazo, no nível –, mas é bem mais fraca do que aquela apontada no exercício anterior.

Levando em conta a média simples dos 183 países, o FMI projeta hoje um PIB, em 2024, 5,2% inferior, no nível, àquele projetado em outubro de 2019 (mediana: -5,1%). O Brasil está próximo dessa média (-4,7%), vale notar. Os principais destaques positivos nesse tipo de comparação são os EUA (+2,8%), o Japão (+0,5%) e alguns países da Europa continental, tais como Alemanha (-0,6%), Itália (-0,2%), Holanda (-0,9%). As perdas na China (-2,0%), Coreia do Sul (-1,6%) e França (-1,8%) são moderadas. As maiores perdas estão nos países pequenos e muito dependentes de turismo, bem como na Índia (-12,4%).

Essa última constatação sugere que, para além dos pacotes de suporte emergencial às famílias e empresas adotados em 2020/21, planos de “reconstrução” também se fazem necessários para evitar um rebaixamento permanente da atividade econômica e mesmo do bem-estar das sociedades no médio prazo. Não à toa, dentre os principais destaques positivos listados no parágrafo anterior estão os EUA, com seu recém-aprovado pacote de infraestrutura de US\$ 1,2 trilhão, e a Europa, com o seu NexGenEU de US\$ 900 bilhões (que começou a sair do papel nos últimos meses).

Ainda que os pacotes supracitados possam gerar alguns *spillovers* favoráveis para o restante do mundo, ainda assim a política econômica doméstica dos demais países será crucial para evitar/minimizar o desfecho bastante desfavorável sinalizado pelas projeções de médio prazo atuais do FMI. Algumas boas oportunidades parecem estar surgindo, associadas à transição energética – e um bom aproveitamento delas dependerá de uma parceria dinâmica e inteligente entre setor público e privado. Mas as políticas de estabilização macroeconômica (ainda que reformuladas, aumentando o foco na consecução do pleno emprego, para além da inflação na meta), uma ampliação e maior focalização da rede de proteção social e avanços microeconômicos/institucionais também serão importantes para reverter essa perspectiva negativa.



OBSERVATÓRIO DA
PRODUTIVIDADE
REGIS BONELLI

Uma medida de força para a economia

O **FGV IBRE** elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais para o debate sobre o desenvolvimento do país. O site **Observatório da Produtividade Regis Bonelli** reúne uma ampla base de dados sobre a produtividade, fornecendo informações para uma maior compreensão do tema e contribuindo para a formulação de políticas públicas que possam impulsionar o crescimento.



Acesse o site

Observatório da Produtividade Regis Bonelli

Disponível em versão mobile e desktop

<https://fgv.br/ibre/observatorio-produtividade>



Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Praia de Botafogo, 190 – CEP 22250-900 – Rio de Janeiro – RJ
Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 3799-4747

Primeiro Presidente e Fundador

Luiz Simões Lopes

Presidente

Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles (**licenciado**), Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Conselho Diretor

Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles (**licenciado**), Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Vogais: Armando Klabin, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, Ernane Galvêas, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Márcilio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes: Aldo Floris, Antonio Monteiro de Castro Filho, Ary Oswaldo Mattos Filho, Eduardo Baptista Vianna, Gilberto Duarte Prado, José Ermírio de Moraes Neto, Marcelo José Basílio de Souza Marinho

Conselho Curador

Presidente: Carlos Alberto Lenz César Protásio

Vice-presidente: João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos & Cia.)

Vogais: Alexandre Koch Torres de Assis, Jorge Iribarra (Souza Cruz S/A), Antonio Alberto Gouvêa Vieira, Carlos Eduardo de Freitas, Cid Heraclito de Queiroz, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado do Rio de Janeiro, Estado do Rio Grande do Sul, José Carlos Cardoso (IRB-Brasil Resseguros S.A), Luiz Chor, Luiz Ildelfonso Simões Lopes, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Miguel Pachá, Isaac Sidney Menezes Ferreira (Federação Brasileira de Bancos), Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Ronaldo Vilela (Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Previdência Complementar e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo), Willy Otto Jordan Neto

Suplentes: Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, General Joaquim Maia Brandão Júnior, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Luiz Roberto Nascimento Silva, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Solange Srour (Banco de Investimentos Crédit Suisse S.A), Olavo Monteiro de Carvalho (Monteiro Aranha Participações S.A), Patrick de Larragoiti Lucas (Sul América Companhia Nacional de Seguros), Ricardo Gattass, Rui Barreto

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Infraestrutura e Mercados Governamentais: Túlio Barbosa

Superintendência de Inovação e Mercados: Pedro Guilherme Ferreira

Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação: André Lavinas

Superintendência de Economia Aplicada: Armando Castelar

Superintendência de Publicações: Claudio Roberto Gomes Conceição

Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional: Joana Braconi



Instituto Brasileiro de Economia

Diretor

Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretor

Vagner Ardeo

Pesquisador associado

Armando Castelar Pinheiro

Boletim Macro IBRE

Coordenação geral e técnica

Silvia Matos

Revisão editorial

Fernando Dantas

Editoria de arte

Marcelo Nascimento Utrine

Equipe Permanente

Aloisio Campelo Jr.

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Bernardo Motta

Daniel Duque

José Júlio Senna

Juliana Damasceno

Lia Valls Pereira

Livio Ribeiro

Marina Garrido

Mayara Santiago

Samuel Pessoa

Viviane Seda

Advertência

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 19 de novembro de 2021. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.

BIBLIOTECA VIRTUAL

São 130 mil páginas escritas pelos maiores especialistas de cada época, com a visão técnica e analítica do momento. Cada palavra foi indexada - inclusive pelos mecanismos de busca - para que você encontre, em segundos, o que pesquisa, via desktop e mobile.

- JUSCELINO KUBITSCHEK: 50 anos em 5?
- O MILAGRE ECONÔMICO: Conheça sua evolução.
- HIPERINFLAÇÃO: 100% ao mês? Como sobrevivemos? O que deu certo e o que deu errado? Como chegamos a ela? Como saímos dela?
- PRIVATIZAÇÃO DA TELECOMUNICAÇÃO: O que mudou?
- LICITAÇÕES DO PETRÓLEO: Como foram na época? O que podemos inferir para as atuais?
- BREXIT: Impactos na estabilidade da União Européia?

ESTÁ TUDO AQUI. SÃO MAIS DE 12 MIL ACESSOS POR MÊS. VISITE, PESQUISE E TENHA UMA NOVA VISÃO DO PASSADO.

ACESSE AGORA E PESQUISE EM TODO O CONTEÚDO DA REVISTA.



fgv.br/ibre/bibliotecavirtual



Selecione pontualmente ou pesquise em todas as 7 décadas de uma só vez.



VOCÊ PODE TER ESTES RECURSOS EM SEUS DOCUMENTOS!

Acesse agora www.docpro.com.br e veja como é simples e rápido encontrar a informação que precisa, dentro dos seus documentos. A gestão do conhecimento Docpro é eficaz tanto para impressos (atas, relatórios, contratos, revistas, etc) bem como para materiais digitais (doc, pdf, fotos, WhatsApp, planilhas, etc). Acessível para consulta no computador, tablet ou smartphone.

Tecnologia: **docpro**.com.br



tecnologiadocpro

Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

<https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>