

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Indicadores de atividade econômica e mercado de trabalho

Dados de atividade mais recentes mostram continuidade do processo de recuperação cíclica da economia, que ocorre desde maio, colocando um viés de melhora na projeção de queda para o PIB em 2020. Com a informação do *carry over* dos indicadores de alta frequência para o terceiro trimestre e dados realizados de setembro (como o Nuci da indústria de transformação), é provável que a queda do PIB de 2020 fique entre -5,0% e -5,5% – próxima da atual mediana das previsões de mercado obtida no Boletim Focus do Banco Central. A projeção oficial da IFI (-6,5%) será alterada e publicada no RAF de novembro. A melhora nas expectativas sobre o desempenho da atividade econômica é reforçada nos dados de alta frequência, que refletem a abertura da economia e o estímulo fiscal oriundo de programas federais como o Auxílio Emergencial. Recentemente, vale destacar, o Fundo Monetário Internacional (FMI)¹ ajustou suas projeções – de -9,1% para -5,8% – assim como o Banco Mundial² – de -8,0% para -5,4%.

IBC-Br avança 1,1% entre julho e agosto. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) subiu 1,1% na comparação com julho (quando havia registrado elevação de 3,7%) na série com ajuste sazonal. Na comparação com agosto de 2019, o índice registrou variação -3,9%, acumulando variação de -3,1% em doze meses. O resultado positivo de agosto deixou um *carry over* de +8,7% para o terceiro trimestre de 2020. Isto é, caso o IBC-Br registrasse variação nula em setembro, a atividade econômica apresentaria crescimento de 8,7% no terceiro trimestre em relação ao período imediatamente anterior.

GRÁFICO 1. IBC-BR (SÉRIES DESSAZONALIZADAS - 1ºT 2014 = 100)



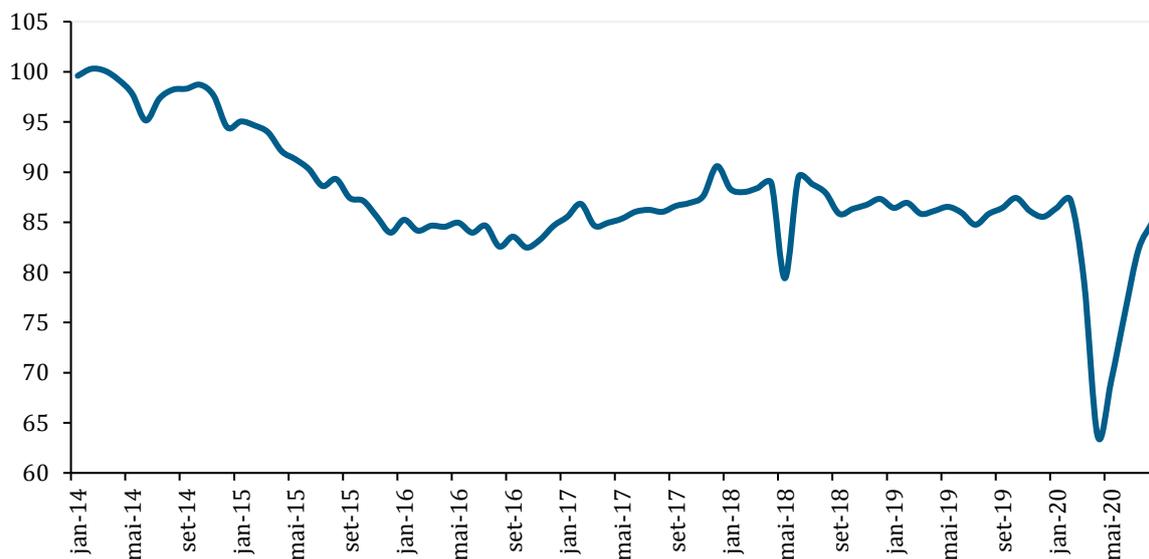
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

¹ Disponível em <https://www.imf.org/pt/News/Articles/2020/10/05/mcs100520-brazil-staff-concluding-statement-of-the-2020-article-iv-mission>

² Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34602>

Produção industrial avança 3,2% entre julho e agosto, deixando *carry over* de +20,8% para o terceiro trimestre de 2020. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), divulgada pelo IBGE, a produção da indústria geral cresceu 3,2% na comparação com julho (quando havia registrado elevação de 8,3%) na série com ajuste sazonal. O avanço da atividade industrial foi generalizado, abrangendo todas as grandes categorias econômicas: bens de capital (2,4%), bens intermediários (2,3%), bens de consumo duráveis (18,5%) e bens de consumo não duráveis (0,6%). Na comparação com agosto de 2019, a produção industrial registrou variação -2,6%, acumulando -queda de 5,7% em doze meses. Como se observa no Gráfico 2, as taxas de expansão verificadas desde maio eliminaram boa parte da perda acumulada em março e abril, de modo que o nível de produção atual vem se aproximando do patamar de fevereiro (pré-crise).

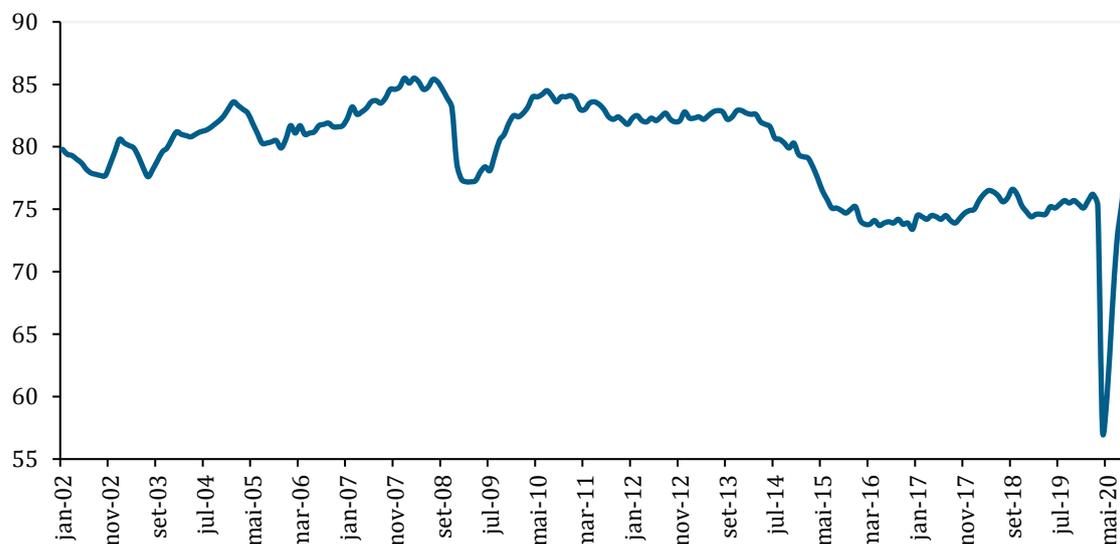
GRÁFICO 2. PRODUÇÃO INDUSTRIAL (SÉRIES DESSAZONALIZADAS - 1ºT 2014 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Confiança da indústria e Nuci registraram expansão adicional no mês de setembro. O Índice de Confiança da Indústria de Transformação (ICI), divulgado na Sondagem da Indústria de Transformação da Fundação Getúlio Vargas (FGV), apresentou alta de 8,0 pontos entre agosto e setembro (alcançando 106,7 pontos). No mês anterior, a elevação havia sido de 8,9 pontos. O desempenho do ICI refletiu o avanço de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) avançou 6,3 pontos, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) subiu 9,5 pontos na passagem de agosto para setembro. O resultado sugere haver espaço para novos incrementos no nível de produção no curtíssimo prazo. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação teve acréscimo de 2,9 pontos percentuais, ao passar de 75,3% em agosto para 78,2% em setembro (Gráfico 3), já superando o nível pré-crise (76,2% em fevereiro), e aproximando-se da média histórica de 80%.

GRÁFICO 3. NUCI DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO (%)



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

A receita real do setor de serviços também avança em agosto. *Carry over* para o terceiro trimestre é positivo em 7,8%. A receita real do setor de serviços mostrou variação de 2,9% entre julho e agosto (na série com ajuste sazonal), segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. Em agosto, o indicador havia avançado 2,6% frente ao mês anterior. Na comparação mensal (na série dessazonalizada), o resultado agregado refletiu o avanço em quatro dos cinco segmentos da pesquisa: serviços prestados às famílias (33,3%), serviços de informação e comunicação (-1,4%), serviços profissionais, administrativos e complementares (1,0%), transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (3,9%) e outros serviços (0,8%).

As vendas diminuíram 10,0% na comparação anual, acumulando variação de -5,3% em doze meses. Quando analisada a variação acumulada em 12 meses, destaca-se que os segmentos de serviços prestados às famílias (-25,5%), em especial, e serviços profissionais, administrativos e complementares (-6,6%) e transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (-6,2%) apresentam variações abaixo da registrada pelo índice agregado, como se observa na Tabela 1.

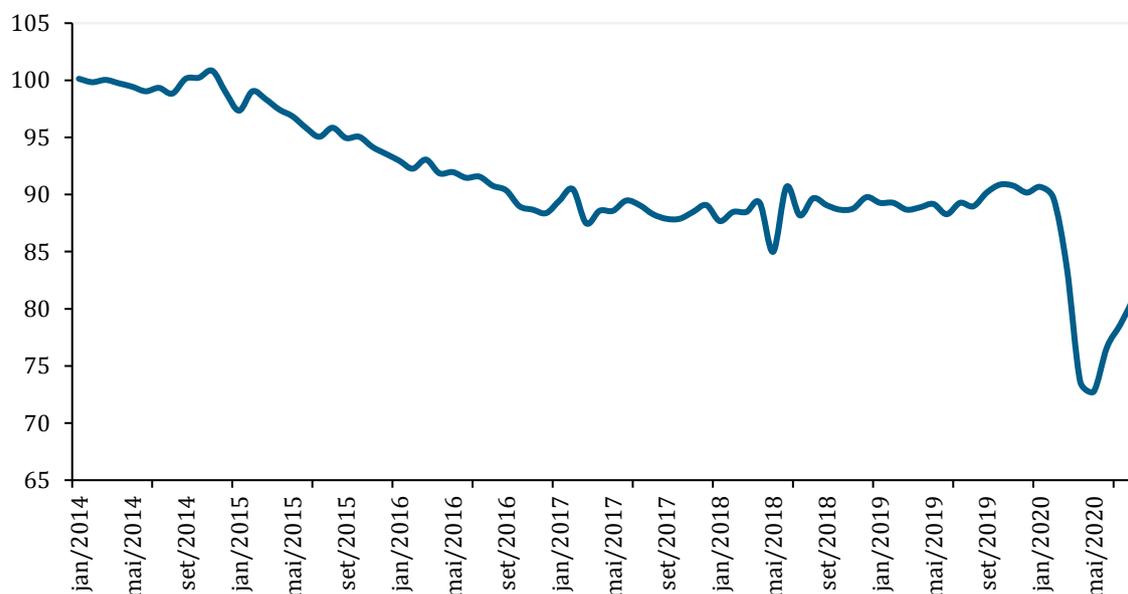
TABELA 1. VOLUME DE SERVIÇOS (VARIAÇÃO %)

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Mês contra igual período do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	jun/20	jul/20	ago/20	jun/20	jul/20	ago/20	jun/20	jul/20	ago/20
Receita real de serviços	5,3%	2,6%	2,9%	-12,3%	-11,9%	-10,0%	-3,4%	-4,5%	-5,3%
Serviços prestados às famílias	14,4%	-10,8%	33,3%	-57,5%	-55,0%	-43,8%	-17,0%	-21,9%	-25,5%
Serviços de informação e comunicação	3,9%	2,4%	-1,4%	-3,0%	-2,4%	-4,0%	0,6%	0,1%	-0,6%
Serviços profissionais, administrativos e complementares	1,8%	2,5%	1,0%	-15,9%	-14,7%	-14,1%	-4,3%	-5,6%	-6,6%
Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio	7,1%	2,1%	3,9%	-11,3%	-11,5%	-8,6%	-5,3%	-6,2%	-6,2%
Outros serviços	7,3%	3,5%	0,8%	4,2%	4,6%	7,2%	6,6%	6,2%	6,3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

No Gráfico 4, observa-se que nível de vendas atual ainda é mais baixo que o observado em fevereiro (pré-crise), e que vem evoluindo a uma velocidade de recuperação mais lenta que os demais setores da economia (indústria e comércio), uma vez que diversas atividades do setor de serviços (como os serviços prestados às famílias) são mais afetadas pelo distanciamento social comparativamente à produção e comercialização de bens.

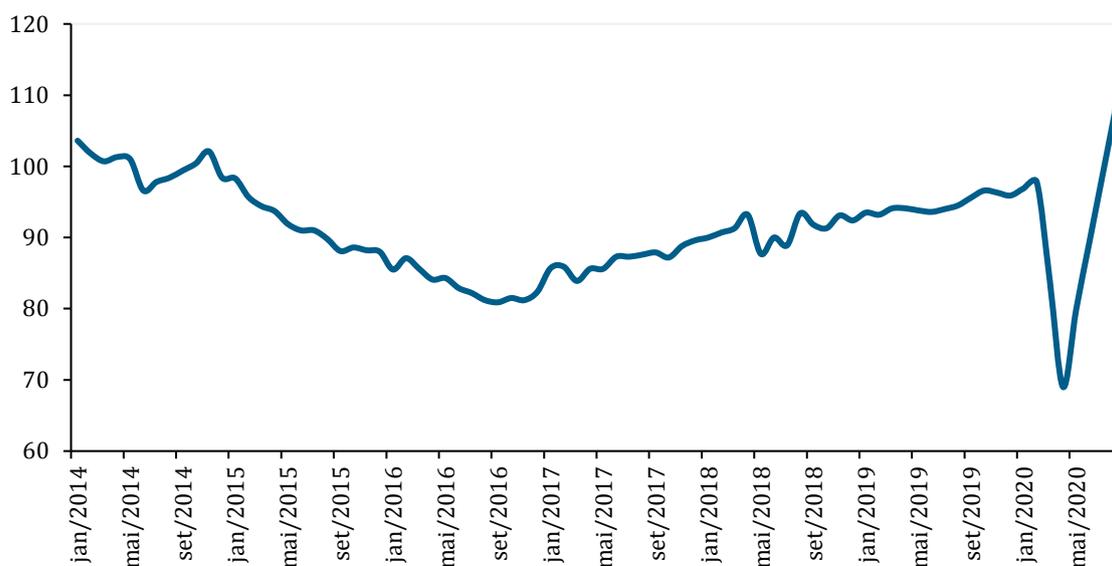
GRÁFICO 4. VOLUME DE SERVIÇOS (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Novo resultado positivo das vendas reais do comércio gera carry over para o terceiro trimestre de 24,1%. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio – PMC) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, subiu 4,6% em agosto na comparação com julho, quando cresceu 7,1%, considerando a série com ajuste sazonal. Na passagem de julho para agosto de 2020, observou-se alta em sete dos dez segmentos pesquisados. O nível atual de vendas encontra-se em patamar 2,2% mais elevado que o observado em fevereiro (pré-crise). A normalização do funcionamento de estabelecimentos de atividades não essenciais e os recursos de políticas de compensação de renda podem ter contribuído para explicar a rápida reação que tem sido observada no comércio de bens.

GRÁFICO 5. VENDAS NO VAREJO AMPLIADO (SÉRIE DESSAZONALIZADA - 1ºT 2014 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

No comparativo anual, o índice de vendas da PMC registrou alta de 3,9%, acumulando variação de -1,7% nos 12 meses encerrados em agosto. Quando analisada a variação acumulada em 12 meses, destaca-se que os segmentos de hipermercado e supermercados (3,8%), móveis e eletrodomésticos (8,1%), artigos farmacêuticos (6,3%) e material de construção (5,0%) apresentam variações superiores ao índice agregado.

Recuperação do consumo deve ocorrer de forma mais branda no segundo semestre. A redução do Auxílio Emergencial nos últimos meses do ano e a manutenção de quadro ainda adverso no mercado de trabalho devem contribuir para uma tendência de expansão mais moderada das vendas de bens de consumo nas próximas leituras.

População ocupada diminuiu 12,3% no trimestre finalizado em julho em relação ao mesmo período do ano anterior. O número de pessoas ocupadas passou de 93,5 milhões no trimestre encerrado em julho de 2019 para 82 milhões nos três meses finalizados em julho de 2020 (redução de 11,5 milhões de pessoas e variação de -12,3%). A Tabela

2 contém informações referentes à população ocupada, extraídas da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). Observa-se que o menor dinamismo do emprego na comparação com igual período do ano anterior ocorreu de forma generalizada entre as categorias, com exceção do setor público.

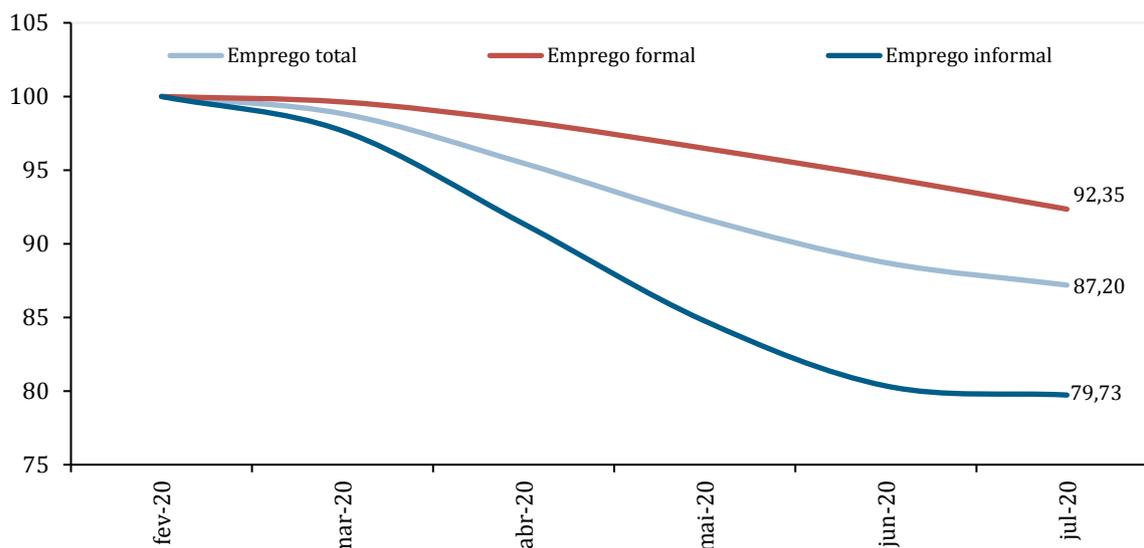
TABELA 2. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO

Indicadores de emprego	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Percentual em relação ao total de ocupados		
	jul/19	jun/20	jul/20	jul/19	jun/20	jul/20	jul/19	jun/20	jul/20
População ocupada	93.584	83.347	82.027	2,4%	-10,7%	-12,3%	100%	100%	100%
Setor privado	44.803	38.793	38.076	1,9%	-13,2%	-15,0%	47,9%	46,5%	46,4%
Com carteira assinada	33.146	30.154	29.385	0,7%	-9,2%	-11,3%	35,4%	36,2%	35,8%
Sem carteira assinada	11.658	8.639	8.691	5,6%	-24,9%	-25,5%	12,5%	10,4%	10,6%
Trabalhador doméstico	6.280	4.714	4.593	0,4%	-24,6%	-26,9%	6,7%	5,7%	5,6%
Com carteira assinada	1.755	1.411	1.372	-5,2%	-20,7%	-21,8%	1,9%	1,7%	1,7%
Sem carteira assinada	4.525	3.303	3.222	2,7%	-26,2%	-28,8%	4,8%	4,0%	3,9%
Setor público	11.714	12.360	12.119	0,9%	6,0%	3,5%	12,5%	14,8%	14,8%
Empregador	4.331	3.955	3.938	-1,3%	-9,5%	-9,1%	4,6%	4,7%	4,8%
Com CNPJ	3.481	3.290	3.266	-0,7%	-5,9%	-6,2%	3,7%	3,9%	4,0%
Sem CNPJ	850	665	672	-4,0%	-23,8%	-20,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Conta própria	24.227	21.664	21.406	5,2%	-10,3%	-11,6%	25,9%	26,0%	26,1%
Com CNPJ	4.807	5.364	5.192	-0,7%	-5,9%	-6,2%	5,1%	6,4%	6,3%
Sem CNPJ	19.420	16.300	16.214	-4,0%	-23,8%	-20,9%	20,8%	19,6%	19,8%
Trabalhador familiar auxiliar	2.230	1.861	1.895	5,0%	-15,5%	-15,0%	2,4%	2,2%	2,3%
População ocupada no mercado informal	38.683	30.768	30.694	4,5%	-20,0%	-20,7%	41,3%	36,9%	37,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Contração da população ocupada é mais expressiva nas categorias informais. No trimestre encerrado em julho, relativamente ao mesmo período do ano anterior, o contingente de pessoas ocupadas no mercado informal (incluindo as seguintes posições: empregado no setor privado sem carteira assinada, trabalhador doméstico sem carteira assinada, empregador sem CNPJ, conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar) foi reduzido em 8 milhões de pessoas aproximadamente (de 38,7 milhões para 30,7 milhões - variação de -20,7%). Na mesma comparação, o número de pessoas ocupadas no setor privado com carteira assinada passou de 33,1 para 29,3 milhões (variação de -11,3%) – Tabela 2. O Gráfico 6 mostra a evolução do emprego (total, formal e informal) desde fevereiro de 2020 (pré-pandemia), em dados ajustados pela sazonalidade (cálculos da IFI), de onde se nota que o emprego informal (de menor remuneração) foi mais impactado na crise.

GRÁFICO 6. POPULAÇÃO OCUPADA C/ AJUSTE SAZONAL (FEV/20 = 100)

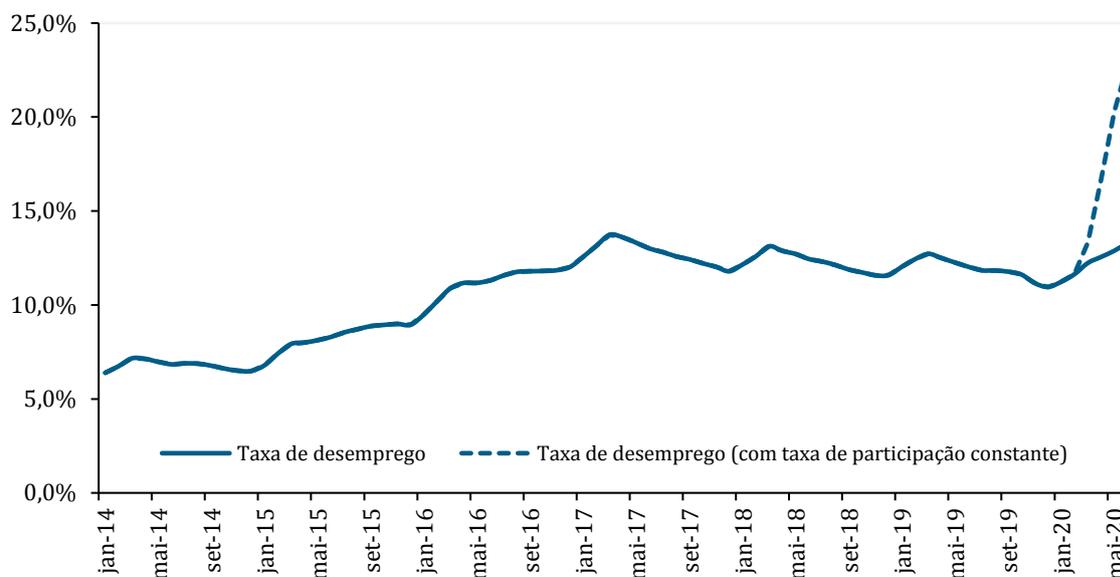


Fonte: IBGE e IFI (ajuste sazonal). Elaboração: IFI.

Recuo da força de trabalho atenua elevação da taxa de desemprego. De acordo com o IBGE, a taxa de desemprego no Brasil atingiu 13,8% no trimestre encerrado em julho, 2,0 pontos percentuais acima do observado em igual período do ano anterior. O resultado refletiu o declínio da força de trabalho (-10,4% e redução de 10,9 milhões de pessoas) e do emprego (-12,3% e 11,5 milhões de pessoas). Em termos absolutos, 13,1 milhões de pessoas buscaram uma colocação e não foram absorvidas. Em termos dessazonalizados (cálculos da IFI), a taxa de desemprego subiu de 13,1% em junho para 13,7% em julho. O fato de menos pessoas procurarem emprego tem amenizado a elevação da taxa de desemprego, mas subsiste, como se vê, uma precariedade grande no mercado de trabalho.

Mantida a taxa de participação no mesmo patamar de julho de 2019 (62,1%), a taxa de desemprego em julho desse ano teria atingido o 24,1% da força de trabalho. A taxa de desemprego não subiu mais rapidamente (ver Gráfico 7) porque uma parcela das pessoas que perderam o emprego deixou a força de trabalho. Essa dinâmica pode ser vista pelo comportamento da 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 atingiu 54,7% no trimestre encerrado em julho (no mesmo período do ano passado a taxa de participação estava em 62,1%), o que mostra que a pandemia tem afetado a demanda (contratações) e a oferta de trabalho (participação).

GRÁFICO 7. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Massa de rendimentos efetivos do trabalho recua 13,3% (em termos reais) no trimestre encerrado em julho. Ainda segundo a PNAD Contínua, o rendimento médio real efetivamente recebido pelas pessoas ocupadas foi estimado em R\$ 2.318 no trimestre encerrado em julho de 2020, 1,2% abaixo do patamar observado em mesmo período de 2019 (R\$ 2.346). A combinação dos rendimentos com a queda do emprego fez com que a massa salarial registrasse variação de -13,3% na mesma comparação (intensificando o recuo de 11,8% registrado no trimestre encerrado em junho).

Na mesma comparação com o trimestre encerrado em julho de 2019, o indicador de massa salarial ampliada disponível calculado pelo Banco Central diminuiu 5,1% em termos reais. Além dos rendimentos efetivos do trabalho, o indicador inclui outras fontes de recursos que se configuram como renda para as famílias (benefícios de proteção social - como BPC, bolsa família e seguro desemprego - e previdenciários pagos pelo governo federal) e desconta o imposto de renda e as contribuições previdenciárias, configurando-se como uma aproximação mais fidedigna do efetivo volume de recursos que circulam e dinamizam a economia.

1.2 Inflação e taxa de juros

Em setembro, o IPCA atingiu 3,1% no acumulado em 12 meses. De acordo com o IBGE, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA apresentou alta de 0,64% em setembro, após ter registrado variação de 0,24% em agosto, acumulando variação de 3,1% em 12 meses – o que coloca um viés de alta na projeção do ano (atualmente em 1,4%). O maior impacto sobre o índice partiu do grupo alimentação e bebidas (variação de 2,28% no mês e impacto de 0,46 ponto percentual na inflação cheia), pressionado pelo aumento dos preços de alimentos para consumo no domicílio.

A Tabela 3 mostra a evolução da variação acumulada em doze meses para o IPCA agregado e sua abertura entre “preços administrados” (conjunto de bens e serviços da cesta do IPCA cujos preços são estabelecidos por contratos ou órgão público, geralmente reajustados de acordo com a inflação passada e pouco sensíveis ao ciclo econômico) e “preços livres”

(itens que são mais sensíveis às condições de oferta e de demanda). É possível observar que preços administrados recuaram durante a pandemia, desacelerando de 6,0% em janeiro de 2020 para 1,1% em setembro, dinâmica oposta aos preços livres (3,8%).

Depreciação da taxa de câmbio pressiona preços comercializáveis. Entre os preços livres, o conjunto de bens comercializáveis (ou transacionáveis - afetados pelo comércio externo) acelerou de 4,8% em agosto para 6,2% em setembro - movimento que tem sido impulsionado, de certa maneira, pelo impacto da depreciação da taxa de câmbio. Entre janeiro e setembro, a taxa de câmbio R\$/US\$ passou de 4,27 para 5,64 (depreciação de 32,1%). Os preços de bens não comercializáveis (voltados para o mercado interno, incluindo serviços), apesar de terem acelerado entre agosto e setembro (de 1,4% para 2,1%), caminham ainda abaixo da inflação cheia.

TABELA 3. ABERTURA DO IPCA

Inflação ao consumidor									
	jan/20	fev/20	mar/20	abr/20	mai/20	jun/20	jul/20	ago/20	set/20
IPCA	4,2%	4,0%	3,3%	2,4%	1,9%	2,1%	2,3%	2,4%	3,1%
Preços administrados	6,0%	5,4%	4,4%	1,2%	-1,0%	0,1%	0,9%	1,1%	1,1%
Preços livres	3,6%	3,5%	2,9%	2,8%	2,9%	2,8%	2,8%	2,9%	3,8%
Comercializáveis	4,1%	4,1%	3,7%	3,1%	3,0%	3,3%	4,1%	4,8%	6,2%
Não comercializáveis	3,1%	2,9%	2,2%	2,4%	2,6%	2,3%	1,7%	1,4%	2,1%
Média dos núcleos de inflação	3,0%	3,1%	2,8%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%	1,9%	2,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

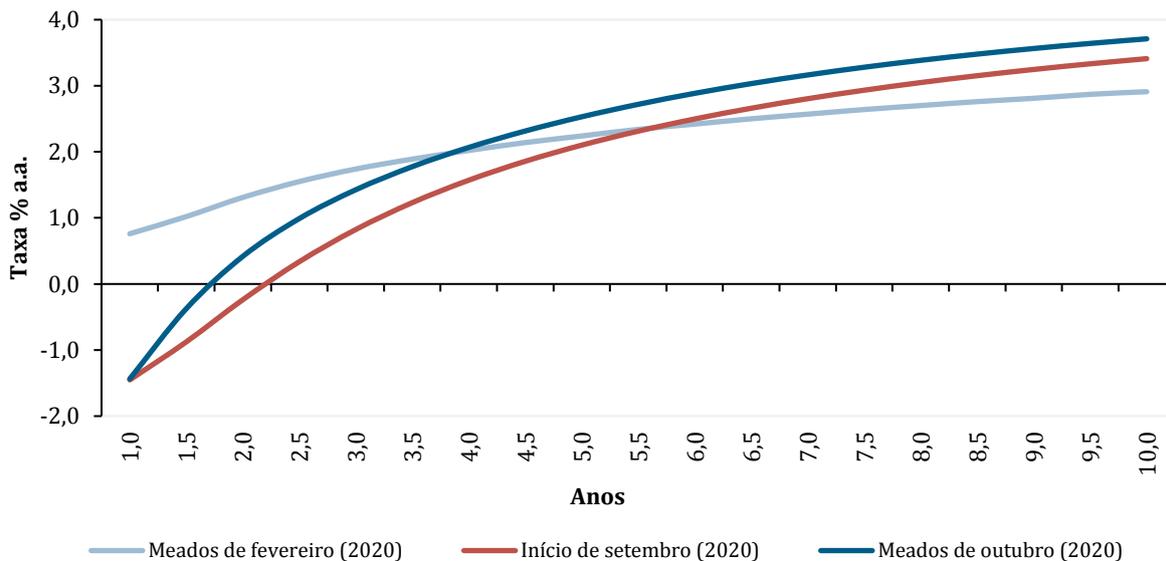
Tendência da inflação corrente permanece abaixo da meta de inflação. O aumento da inflação corrente afetou marginalmente a média dos núcleos de inflação³, que atingiu 2,1% no acumulado de doze meses, mantendo-se abaixo do piso da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para a inflação em 2020 (4,0% com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 ponto percentual).

Expectativas de inflação sobem, mas permanecem abaixo da meta. Segundo informações do Boletim Focus do Banco Central, a mediana das expectativas para 2020 caminhou de 1,94% (no início de setembro) para 2,47% no início de outubro (mantendo-se próxima do limite inferior do intervalo de tolerância definido para 2020: 2,5%). A mediana para 2021 está posicionada em 3,0%, também abaixo da meta de 3,75% fixada para 2021. Mesmo com a depreciação observada na taxa de câmbio, esse quadro reflete a abertura do hiato do produto, intensificado durante a recessão, e vem permitindo a manutenção da taxa Selic no patamar de 2% a.a.

³ Os núcleos são medidas construídas pelo Banco Central para expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade que pressionam a inflação no curto prazo,

Prêmio embutido na curva futura de juros, no entanto, segue aumentando. O Gráfico 8 mostra a estrutura a termo de juros - calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias com títulos públicos. Nota-se que houve um deslocamento para cima na curva de início de setembro e meados de outubro (dados do dia 13). A remuneração (em termos reais) de um título com prazo de dez anos, que estava em 2,9% em fevereiro, subiu para 3,4% em meados de setembro e para 3,7% em meados de outubro (dados do dia 13). Apesar da taxa básica em patamar historicamente baixo, a percepção do mercado em relação à evolução da dívida pública e ao equilíbrio fiscal no pós-crise tem contribuído para elevar o prêmio embutido na curva futura de juros.

GRÁFICO 8. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS REAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.