

# Boletim MACRO

Setembro 2021 • Nº 123

## **Pandemia e economia entram em nova fase**

Apesar de todos os percalços, o desempenho da atividade econômica neste segundo semestre continua favorável. O processo de reabertura econômica segue avançando, conforme a mobilidade urbana se normaliza sem aumentar o número de novos casos e de mortes por COVID-19



## 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](http://fgv.br/ibre/blog-da-conjuntura-economica)

# Pandemia e economia entram em nova fase

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Apesar de todos os percalços, o desempenho da atividade econômica neste segundo semestre continua favorável. O processo de reabertura econômica segue avançando, conforme a mobilidade urbana se normaliza sem aumentar o número de novos casos e de mortes por COVID-19. Ao contrário, o avanço da vacinação tem permitido uma abertura mais segura da economia, sem que se perca o controle da pandemia.

Em 19 de setembro, a média móvel de sete dias de novos casos girava em torno de 19 mil por dia, enquanto a de mortes estava em 560, de acordo com o Worldometer, um nível relativamente baixo, similar ao observado em novembro de 2020. Também a taxa média de ocupação de UTIs continua a cair, indicando uma superação da pandemia, mesmo com riscos relacionados à variante Delta. Pelos menos por enquanto, todos os sinais são favoráveis e os riscos parecem contidos. A pandemia também segue sob controle nas economias avançadas, contribuindo para que a economia mundial continue se recuperando neste semestre.

Como destacado na edição anterior do Boletim, o mundo está entrando em uma nova fase, menos assustadora que a do auge da pandemia, mas menos brilhante que a do primeiro semestre. E cada etapa dessa longa jornada tem novos desafios e, conseqüentemente, há muita volatilidade e incerteza nessas transições. Aqui se combinam o desafio de desmontar os enormes e inovadores programas de estímulo adotados pelas autoridades fiscais e monetárias com o de lidar com os problemas que atrapalhavam a economia antes da pandemia, e que ganham outra vez proeminência, conforme a pandemia sai de cena.

O tamanho dos desafios nessa nova fase explica por que, ainda que o Brasil siga a tendência mundial e o cenário seja moderadamente otimista, os indicadores antecedentes da economia brasileira são menos favoráveis que os de outras grandes economias. É o caso dos indicadores compostos avançados da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)<sup>1</sup>, que mostram que o Brasil é a única grande economia que já entrou em desaceleração, em que pese o indicador continuar superior a 100, o que significa que está acima da tendência de longo prazo. A OCDE também aponta que países emergentes, como China e Rússia, terão crescimento constante acima da média mundial. No entanto, com relação à China, é importante ressaltar que o processo de desaceleração continua, devido à exaustão das políticas de estímulos, o aperto das políticas regulatórias e as restrições impostas pelo avanço da variante Delta no país e na Ásia como um todo.<sup>2</sup>

Para o Brasil, as prévias das Sondagens do FGV IBRE de setembro também apontam na mesma direção. Houve queda generalizada da confiança de empresários e consumidores, tanto na avaliação da situação atual como no componente das expectativas. Outro destaque negativo das pesquisas foi o Indicador de Incerteza, com destaque para o componente relacionado à Incerteza Política. (Ver Seção sobre as Expectativas de empresários e consumidores).

<sup>1</sup>OECD (2021), Composite leading indicator (CLI) (indicator). doi: 10.1787/4a174487-en (Accessed on 16 September 2021).

<sup>2</sup>Ver “Sinais de alerta na China?” de autoria de Livio Ribeiro, Boletim Macro IBRE de agosto de 21 (<http://www.fgv.br/mailling/2021/ibre/boletim-macro-agosto/16/>).

Enquanto o impacto da pandemia retrocede, outros fatores contribuem para aumentar as preocupações com o desempenho da economia. O primeiro deles é a inflação, que segue muito elevada e tem surpreendido sistematicamente para cima. A alta nos preços internacionais de *commodities*, da ordem de 40% desde o início da pandemia, com uma taxa de câmbio sistematicamente depreciada, jogou para cima os preços de alimentos, derivados de petróleo e outros bens comercializáveis, ainda que tenha beneficiado os setores exportadores, o que contribuiu para a recuperação mais rápida da economia doméstica. Além disso, com o expressivo aumento mundial da demanda por bens, em um contexto de desorganização de cadeias de suprimentos, devido à pandemia, a indústria tem sido afetada, contribuindo para as pressões inflacionárias nesse setor.

Os custos de transporte, somados à crise hídrica e energética, também acentuam o choque de preços nas atividades industriais. E, por fim, a normalização do consumo de serviços pelas famílias adiciona mais um ingrediente de pressão na inflação agregada. Em nossas projeções, o aumento esperado de preços de serviços não é compensado pela desaceleração de preços de bens.

Ou seja, temos uma tempestade perfeita, que tem gerado maior desancoragem nas expectativas para os próximos anos. Nosso analista estima que o IPCA encerre 2021 em 8,7% e, no próximo ano, em 4,1%. A expressiva aceleração inflacionária, com destaque para os preços ao produtor amplo, pressiona o deflator do PIB. E, com isso, há temporariamente uma melhora dos indicadores fiscais, mas que esconde a gravidade da situação das contas públicas, às vésperas de um ano eleitoral em que o candidato incumbente não lidera as intenções de voto e o líder nas pesquisas promete acabar com o teto de gastos.

Diante desse quadro inflacionário e de elevados riscos fiscais, há uma rápida deterioração das condições financeiras, com aperto no crédito. Esse quadro leva a uma desaceleração da atividade agregada, a despeito da normalização do setor de serviços. Revisamos a previsão do PIB para 4,9% este ano, ante 5,2% anteriormente. Para 2022, a previsão foi revisada apenas ligeiramente, de 1,6% para 1,5%.

Essas projeções não consideram os impactos de um possível racionamento de energia. Em que pese toda incerteza sobre as previsões de chuva, o racionamento não é parte do nosso cenário base, pois esperamos que o aumento de oferta de energia no sistema e a redução de demanda das famílias e do setor produtivo, devido ao expressivo aumento das tarifas, podem evitar a imposição de restrições diretas ao consumo de energia. No entanto, os impactos negativos da crise hídrica na atividade já estão presentes e devem permanecer até que os níveis dos reservatórios sejam restabelecidos.

O quadro energético atual mostra que, mesmo em um contexto de ociosidade no mercado de trabalho, e de algumas condições para uma recuperação cíclica mais expressiva, restrições de oferta impedem um crescimento mais acelerado, como já se observava antes da pandemia. Como destacado nas análises do “*Observatório da Produtividade Regis Bonelli*”, para a economia crescer mais rapidamente e ocorrer um novo ciclo de crescimento da produtividade e do produto potencial, temos de avançar em diversas questões estruturais já resolvidas pelos países desenvolvidos, como infraestrutura e capital humano e, simultaneamente, investir em inovação e tecnologia.

Esses diversos fatores negativos ofuscam os efeitos ainda positivos do cenário externo e da normalização da economia, com o fim das restrições para o consumo de serviços mais intensivos em trabalho e com maior interação social. O Brasil poderia estar passando por um período de intensa euforia, mas, no entanto, os riscos fiscais e políticos, somados aos nossos gargalos de oferta, impedem que um cenário mais otimista se concretize.

E, por fim, as respostas fiscais necessárias para amparar essa convergência da inflação à meta, nos horizontes relevantes da política monetária, são urgentes e factíveis dentro do arcabouço do atual regime. O teto de gastos sempre se prestou ao propósito de obrigar o país a fazer escolhas de políticas públicas. Se conseguirmos encontrar uma solução, podemos evitar cenários ainda mais negativos. O tempo urge.

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

- **Atividade econômica – página 7:** Em julho, após os indicadores de alta frequência mostrarem recuperação do setor de serviços e desaceleração na produção de bens, revimos nossa expectativa de crescimento do PIB este ano para 4,9%. Antevemos que o desempenho da economia siga bastante heterogêneo entre setores. Com o aumento da mobilidade e a superação do pior da pandemia, os serviços prestados às famílias, que foram os mais afetados pela Covid-19, já estão se recuperando e devem ser o destaque da atividade neste semestre.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** A prévia de setembro sinaliza queda dos índices de confiança, tanto o empresarial quanto o do consumidor. A inflação alta, problemas de logística e a crise hídrica, além de instabilidades políticas, institucionais e fiscais, elevam a incerteza, tornando empresas e consumidores mais cautelosos quanto a projetos de investimento e consumo nos próximos meses. A maioria dos indicadores registra queda, resultante da piora tanto da situação atual quanto das expectativas. Em especial, a crise hídrica vem afetando as expectativas dos segmentos industriais com alta e média intensidade de gastos com energia elétrica, reduzindo a perspectiva de expansão.
- **Mercado de trabalho – página 13:** A PNAD Contínua de junho (segundo trimestre) registrou considerável queda da taxa de desocupação, de 14,3% para 14,0% na série dessazonalizada, fortemente influenciada pela série de trimestre móvel. Para julho, é projetada leve alta, para 14,1%. As ocupações, no entanto, desaceleraram na PNADC mensalizada de junho, após alto crescimento no mês anterior, o mesmo tendo ocorrido com a taxa de participação. Já a massa de rendimentos do trabalho se encontra quatro pontos percentuais abaixo da registrada em 2019, puxada pelo menor rendimento por hora trabalhada no Nordeste, Sudeste e Centro Oeste, além de menor nível de ocupações e força de trabalho em todas as regiões. O Caged, por sua vez, mostrou em julho criação de 316 mil postos de trabalho formais, pouco abaixo do esperado pelo FGV IBRE – enquanto, em agosto, espera-se 175 mil.
- **Inflação – página 16:** Ainda que o IGP (Índice Geral de Preços) esteja registrando variação negativa, isso não indica que a inflação ao consumidor oferecerá trégua nos próximos meses. Os aumentos da tarifa de energia e dos combustíveis estão contribuindo para o espalhamento das pressões inflacionárias, antes contidas entre os alimentos. Câmbio, cadeias produtivas desmobilizadas e crise política completam o cenário favorável para o aumento da inflação.
- **Política monetária – página 17:** São múltiplas as fontes de pressão inflacionária presentes no Brasil de hoje. Sob tal ambiente, por mais que o Banco Central se mostre determinado a cumprir o seu papel, o sucesso em levar a inflação para a meta dependerá da indispensável contribuição do governo como um todo. Iniciativas governamentais que acarretam insegurança e desconforto, especialmente em matéria fiscal, somente prejudicam a luta contra a alta dos preços. A tarefa de combater a inflação não deve ser deixada apenas a cargo do Banco Central.
- **Política fiscal – página 19:** Na seção fiscal, o tema é a crise institucional e fiscal que atravessamos. Mesmo diante dos incontestáveis avanços em matéria de administração pública observados a partir da LRF, a fragilidade do arcabouço de regras fiscais vigentes é acentuada pelas recorrentes tentativas de modificá-las. Criamos (e alteramos) regras ao sabor do vento, a fim de contratar (ou manter) um compromisso que apenas uma visão de Estado de longo prazo seria capaz de sustentar. Ainda que a discussão sobre o desenho das regras faça parte do jogo democrático, faz-se igualmente necessária a construção de bases institucionais

sólidas e capazes de sustentar regras críveis e duradouras. Expectativas importam e, antes mesmo de regras novas ou de reformas milagrosas, importa nossa capacidade de cumprir o que está posto, sob o custo de perdermos as âncoras que nos restam. Se insistirmos em relegar a importância do equilíbrio institucional e do planejamento orçamentário, nos resta ficar à deriva, avistando apenas um risco fiscal caro à estabilidade macroeconômica e às perspectivas de crescimento do país.

- **Setor externo – página 21:** A balança comercial registrou novo superávit recorde, de US\$ 52,1 bilhões, no acumulado do ano até agosto, em série histórica que vem desde 1997. Ao mesmo tempo, aumentou o grau de concentração das exportações para a China, com 50% das vendas externas do país se destinando à Ásia. Em adição, três produtos — minério de ferro, petróleo bruto e soja — responderam por 45% das exportações, no acumulado do ano até agosto. Não se preveem riscos para a trajetória favorável da balança em 2022, embora se anteveja um superávit menor do que em 2021. Não há garantia, porém, de que os ventos permaneçam favoráveis em uma perspectiva de mais longo prazo. Num mundo de comércio administrado, é preciso avançar na agenda de acordos comerciais com os principais parceiros, inclusive a China.
- **Internacional – página 25:** Nos EUA, pressões inflacionárias recentes parecem derivar de algo novo, integralmente associado à pandemia. Referimo-nos à combinação de gargalos na produção e na distribuição de bens e ao desvio na demanda das famílias, que passaram a privilegiar a aquisição de produtos físicos, especialmente duráveis. Difícil prever quando tais pressões começarão a se dissipar. Enquanto isso não ocorre, ficamos com o risco de as elevadas taxas de inflação corrente acabarem provocando a desancoragem das expectativas de inflação. Disso, certamente, resultariam juros reais mais elevados, com impacto adverso sobre os países emergentes. Nosso analista sugere a conveniência de não nos esquecermos da existência desse risco.
- **Em foco IBRE – página 27:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria de Anna Gouveia, Paulo Pichetti e Aloísio Campelo, o tema é “As mensagens dos números recentes dos Barômetros Globais”.

## Atividade econômica

### Devemos ter mais do mesmo no terceiro trimestre de 2021

Silvia Matos, Marina Garrido e Mayara Santiago

A palavra que mais vamos usar para explicar os dados divulgados até o momento é heterogeneidade. Os indicadores de alta frequência divulgados pelo IBGE mostraram heterogeneidade entre o consumo e a oferta, com crescimento no setor de varejo e serviços e queda no setor industrial. A indústria de transformação registrou queda de 1,2% MsM (1,8% AsA) em julho, segunda queda consecutiva na margem, considerando os dados com ajuste sazonal. Com as paralisações ocorrendo nas fábricas de automóveis em julho e agosto, devido à falta de alguns insumos como semicondutores, e a alta nos custos de produção, esperamos que a indústria de transformação continue se contraindo em agosto, em relação ao mês anterior.

Esse gargalo, associado à falta de insumos para a indústria, se intensificou com a piora recente dos problemas de logística internacionais, devido ao agravamento da pandemia na Ásia com a variante delta. Assim, a situação só deve melhorar a partir de meados de 2022 ou em 2023. Ademais, temos um cenário heterogêneo dentro do setor industrial. A produção de bens de capital, por exemplo, está 16% acima do patamar pré-pandemia, enquanto a de bens duráveis está 18,2% abaixo do nível de fevereiro de 2020. Por fim, a indústria de transformação está 5,9% abaixo do patamar de fevereiro de 2021, período anterior aos efeitos da segunda onda de contaminação.

Em contraste, no varejo ampliado houve surpresa positiva: o mercado esperava queda de 0,6% MsM (4,0% AsA), mas os números divulgados pelo IBGE referente a julho foram mais altos, 1,1% MsM (7,1% AsA). Porém, esse cenário não deve se estender aos próximos meses, com o mercado de trabalho ainda com dificuldade de se recuperar e a inflação acelerando, o consumo de bens deve sofrer no segundo semestre. A razão é que a renda das famílias fica comprometida, principalmente das com menor poder aquisitivo. Segundo a sondagem do consumidor de agosto, houve piora na confiança dos consumidores. Em particular, a piora da situação atual, medida pelo indicador, foi influenciada pelo fator que mede a satisfação sobre as finanças familiares.

Assim como no varejo, o setor de serviços apresentou cenário positivo em julho, crescendo 1,1% em relação ao mês anterior (17,8% AsA), em sua quarta alta consecutiva na margem. O destaque foi para os serviços prestados às famílias, que tiveram alta de 3,8% na comparação com junho, e de 76,3% em relação a julho de 2020. Isso se deve, em grande parte, à maior mobilidade da economia, que parece estar voltando aos níveis de dezembro de 2020, quando a pandemia estava mais controlada no país.

A heterogeneidade no crescimento esteve muito presente nos serviços em julho. Se, por um lado, os serviços prestados às famílias foram o subsetor que carregou o crescimento do setor na margem, por outro lado são único subsetor que ainda está abaixo do patamar de fevereiro de 2020, 23,2% abaixo, precisamente. Entretanto, os serviços às famílias devem ser o vetor do crescimento dos serviços no segundo semestre. Desde o pico da segunda onda (março de 2021), os serviços prestados às famílias acumulam 38,4% de crescimento.

Desde maio, o setor de serviços como um todo já está no mesmo patamar do período pré- crise (fevereiro de 2020) e, com a alta de julho, passou a estar 3,9% acima de fev/2020. A perspectiva atual é de que o vetor de crescimento da economia migre do setor de bens (indústria e varejo) para o setor de serviços. O grande risco para o setor é a inflação já que, apesar da alta de custos desde o primeiro trimestre, não houve reajustes na categoria até o segundo trimestre, devido à fraqueza da demanda. Com o fim das restrições ao funcionamento dos estabelecimentos, a inflação tende a se intensificar, como tem ocorrido em outros países.

E, por fim, o IBC-Br referente a junho cresceu 0,6% MsM (5,5% AsA), em linha com as projeções do FGV IBRE. O indicador encontra-se 0,3% abaixo de fevereiro de 2021, isto é, antes dos efeitos advindos da segunda onda da pandemia no Brasil. O resultado de julho contribuiu positivamente para um cenário de recuperação da economia, porém ainda há alguns desafios a serem vencidos no segundo semestre, como o risco fiscal, o risco de crise hídrica/energética, a alta da inflação e a falta de insumos para a indústria. Adicionalmente, o Monitor do PIB do FGV IBRE teve alta de 6,6% AsA (0,6% MsM), em linha com o cenário de retomada da economia.

Nossa expectativa é que, em termos agregados, o PIB do terceiro trimestre caia 0,1% em relação ao segundo trimestre (4,0% AsA). Mantemos a perspectiva de retomada do setor serviços no segundo semestre, porém a indústria não terá um bom desempenho. Consequentemente, diminuímos nossa projeção de crescimento do PIB brasileiro em 2021 para 4,9% (ver Tabela 1).

No setor de serviços, os dados divulgados recentemente, em conjunto com a redução no número de mortes pela COVID-19, contribuíram para projeções melhores no subsetor outros serviços no terceiro trimestre. No último boletim, nossa projeção foi de 10,7% AsA para este subsetor no terceiro trimestre. Esse número foi revisado para crescimento de 12,8% AsA. Porém, a previsão para o subsetor de transportes caiu de 16,4% AsA para 10,1% AsA.

Ainda pelo lado da oferta, a indústria deve se contrair no terceiro trimestre em relação ao primeiro, -0,7% TsT (0,3% AsA), mesmo com a variável 'estoques insuficientes' acima da média histórica pré-pandemia, por conta dos desafios mencionados anteriormente (altos custos e falta de insumos).

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve crescer 1,6% TsT (5,1% AsA) no terceiro trimestre, e 4,8% no ano. Ou seja, à medida que a mobilidade se normalize, o consumo deve seguir crescendo até o final do ano. Contudo, 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 para baixo. Já o investimento deve se contrair em 4,6% TsT (11,9% AsA). Em linha com a forte demanda doméstica, as importações devem superar as exportações: esperamos crescimento de 22,8% AsA (-7,0% TsT) vis à vis 2,3% AsA (-12,0% TsT), respectivamente.

Após a divulgação dos dados do segundo trimestre, foi possível observar que a absorção de máquinas e equipamentos (AME), cuja contribuição para o investimento gira em torno de 42%, estava no pico histórico quando observada a base de comparação interanual. Este resultado deveu-se, em certa medida, ao efeito base presente na série por conta da importação de plataformas de petróleo. Por outro lado, em termos dessazonalizados, houve retração de 27% desse indicador, segundo o IPEA. Mais especificamente, as máquinas e equipamentos importados tiveram queda de 65,9% na comparação com o primeiro trimestre de 2021.

Vale ressaltar que o investimento oficial divulgado pelo IBGE teve queda de 3,6% na comparação com o primeiro trimestre. Caso desconsiderássemos as plataformas, o resultado teria sido completamente diferente. O investimento sem plataformas teria apresentado taxa positiva de crescimento para a mesma base de comparação. Dada a relevância das plataformas de petróleo para a AME e a relevância desta na composição do investi-

**Tabela 1: PIB projeções**

Atividades	2021.III (TsT)	2021.III (AsA)	2021
Consumo das Famílias	1,6%	5,1%	4,8%
Consumo do Governo	2,2%	4,6%	2,1%
Investimento	-4,6%	11,9%	13,2%
Exportação	-12,0%	2,3%	7,8%
Importação	-7,0%	22,8%	10,8%
<b>PIB</b>	<b>-0,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>1,7%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-0,7%</b>	<b>0,3%</b>	<b>4,8%</b>
Extrativa	-1,2%	2,2%	3,4%
Transformação	-1,1%	-0,5%	5,9%
Eletricidade e Outros	0,1%	-1,6%	1,5%
Construção Civil	-1,9%	3,0%	4,9%
<b>Serviços</b>	<b>1,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,0%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.

mento, assim como realizado em casos anteriores, faremos um estudo com base econométrica para analisar o tamanho de sua importância.

No ano, esperamos crescimento de 4,8% na indústria, influenciado principalmente pelo elevado carregamento estatístico da indústria de transformação e pela retomada da construção civil. Com relação aos serviços, o crescimento esperado é de 5,0%. Tudo indica uma continuidade da recuperação no terceiro trimestre. Evidentemente, essa expectativa leva em consideração uma redução no número de infecções e de mortes pela COVID-19, bem como o aumento da mobilidade e a normalização das atividades, principalmente do setor de serviços.

## Expectativas de empresários e consumidores

### Enfraquecimento da confiança

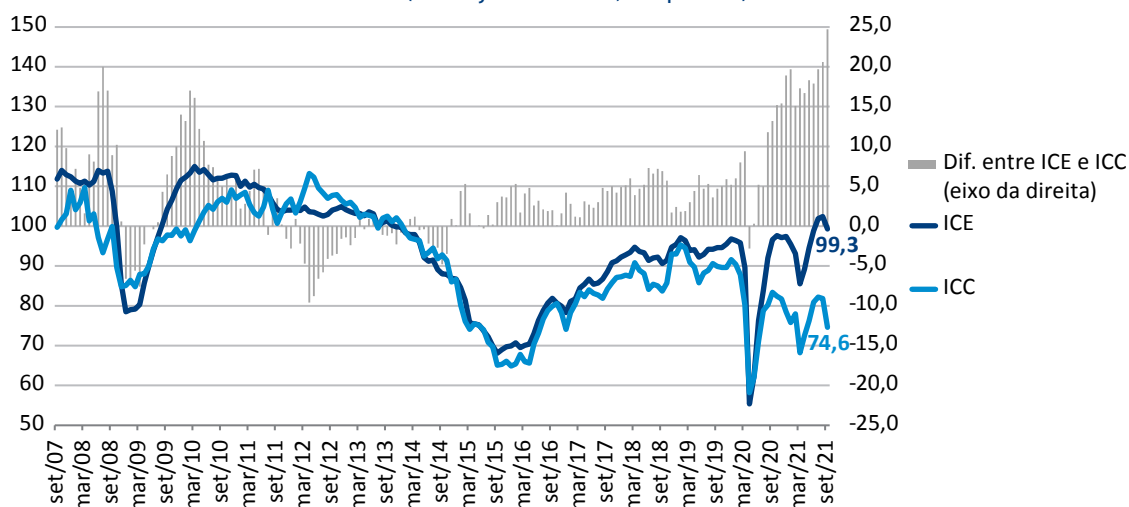
Anna Carolina Gouveia, Cláudia Perdigão e Viviane Seda

Após período de intensa recuperação, a confiança empresarial e dos consumidores sinalizou forte queda nos dados prévios de setembro. O aumento da incerteza, o avanço de novas cepas e os riscos de um racionamento energético influenciam a piora das expectativas. Enquanto o aumento da inflação, a fragilidade do mercado de trabalho e a maior instabilidade institucional e política contribuem para a diminuição da satisfação sobre o momento presente.

O Índice de Confiança Empresarial (ICE) sugere queda de 3,1 pontos em setembro, para 99,3 pontos, enquanto o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) manteria a tendência negativa ao cair 7,2 pontos, para 74,6 pontos, o menor nível desde abril de 2021. Com o resultado, a diferença entre a confiança das empresas e dos consumidores atingiria a maior distância registrada na série histórica (24,7 pts.).

**Gráfico 1: Confiança de consumidores e empresários**

(Com ajuste sazonal, em pontos)

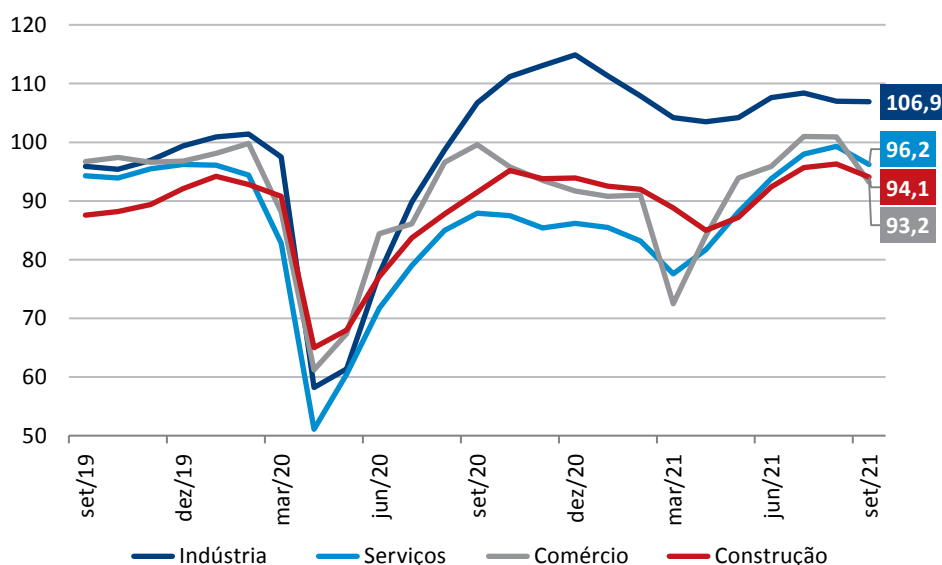


Fonte: FGV IBRE.

No âmbito empresarial, a redução da confiança ocorre em todos os setores, com piora da percepção da situação atual e revisão das expectativas. A Indústria, apesar da desaceleração observada nos últimos meses, é a única a se manter acima do nível considerado neutro. O comércio e o setor de serviços, cujas confianças vinham se recuperando intensamente nos últimos meses, influenciadas pelo avanço do programa de vacinação, maior controle da pandemia e do processo de flexibilização das restrições, parecem já sentir os efeitos do aumento da incerteza que tende a gerar maior cautela nos consumidores e limitar a recuperação. Os dados prévios de setembro sinalizam queda de 7,7 pontos na confiança do Comércio e, no setor de Serviços, de 3,1 pontos, uma desaceleração em menor magnitude levando em consideração que há uma expectativa do mercado de maior consumo dos serviços em detrimento de bens nos próximos meses.

**Gráfico 2: Índices de Confiança por setor**

(Com ajuste sazonal, em pontos)



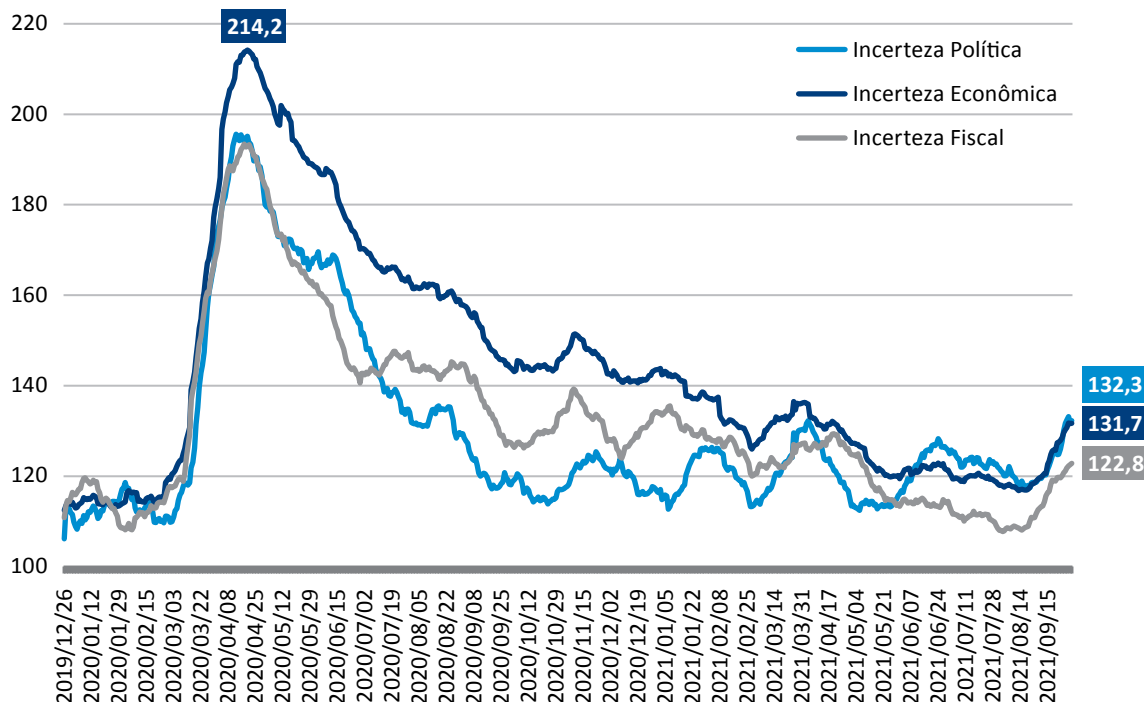
Fonte: FGV IBRE.

Pela ótica dos consumidores, a deterioração da confiança se consolidaria pelo segundo mês influenciada pela forte queda nas expectativas (11,5 pontos), que reflete a preocupação dos consumidores com o cenário futuro. Se confirmado o resultado da prévia, a confiança dos consumidores fechará o terceiro trimestre de 2021 abaixo de 80 pontos, menor nível desde abril deste ano. A diferença entre os índices ISA-C e IE-C diminuiria razoavelmente, mas de forma não virtual, com a piora da avaliação nos dois horizontes de tempo.

A piora do quadro econômico e pandêmico, somada a crises políticas e institucionais, injetou nova onda de incerteza na primeira quinzena de setembro. Esse é o resultado registrado pelos Indicadores Diários de Incerteza Econômica, Política e Fiscal, que desde o fim de agosto vêm acumulando altas superiores a 10 pontos, em 20 dias. Caso os resultados se mantenham até o final de setembro, os indicadores voltarão a registrar níveis fortemente elevados, se distanciando cada vez mais dos níveis pré-pandemia.

**Gráfico 3: Indicadores de Incerteza Diários**

(em pontos)



Fonte: FGV IBRE.

## Confiança da Indústria por intensidade energética

Desde setembro de 2020, a confiança da indústria se mantém otimista, acima dos 100 pontos, mostrando que o setor apresentou rápida capacidade de recuperação, ainda que enfrentando escassez de insumos e gargalos relacionado a problemas de logística.

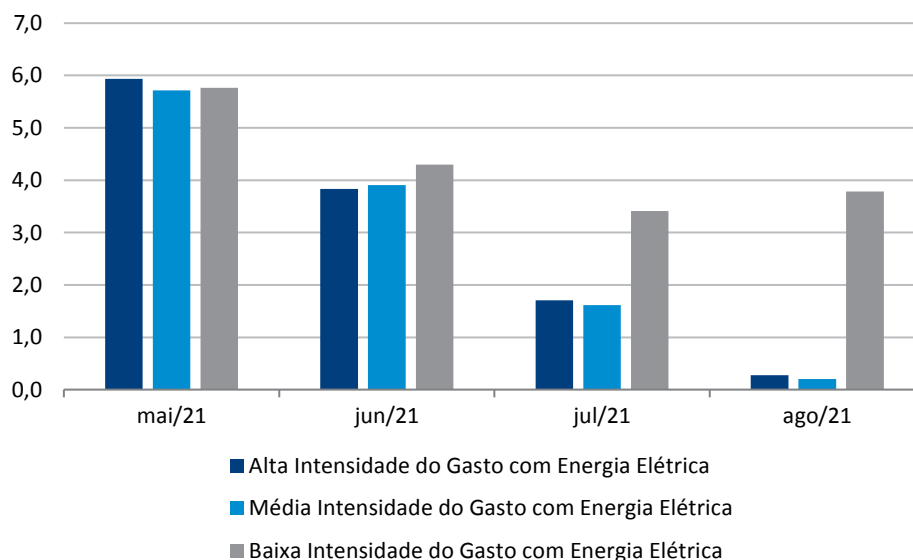
Contudo, recentemente, a economia passou a enfrentar nova pressão sobre os custos em decorrência da crise hídrica, que vem elevando o preço da energia elétrica e os riscos de racionamento energético. Considerando que o setor é um dos grandes demandantes de energia, responsável por quase 40% do consumo, segundo dados da Eletrobras, esse cenário reforça os obstáculos sentidos pela indústria, principalmente entre as empresas com alta intensidade energética, o que afeta suas expectativas.

Uma análise das empresas por perfil de utilização energética na Sondagem da Indústria mostra que as empresas de alta e média intensidade passaram a apresentar desempenho mais fraco nos últimos dois meses<sup>3</sup>. Esse resultado indica a preocupação com a possibilidade de novos aumentos no preço na energia e possíveis problemas quanto ao fornecimento, levando os grupos mais dependentes desse recurso a prever possíveis queda na produção e no emprego.

<sup>3</sup>As expectativas foram calculadas como a média entre os indicadores de Produção Prevista, Emprego Previsto e Tendência dos Negócios sem ajuste sazonal e sem padronização.

**Gráfico 4: Expectativas - Indústria**

(variação interanual)



Fonte: FGV IBRE.

Em síntese, os resultados da prévia de setembro sinalizam a interrupção da recuperação da confiança empresarial e confirmam a tendência de queda da confiança do consumidor, iniciada em agosto. Tanto do ponto de vista da situação atual quanto das expectativas, a maioria dos indicadores apresenta piora do cenário, em decorrência dos desafios sanitários e econômicos. A crise hídrica vem afetando as expectativas das empresas com alta e média intensidade de gastos com energia elétrica, reduzindo a perspectiva de expansão. Movidos também pelas crises política, institucional e fiscal, os níveis de incerteza voltaram a aumentar fortemente na primeira quinzena de setembro, dificultando ainda mais as decisões de investimento e consumo de empresas e consumidores.

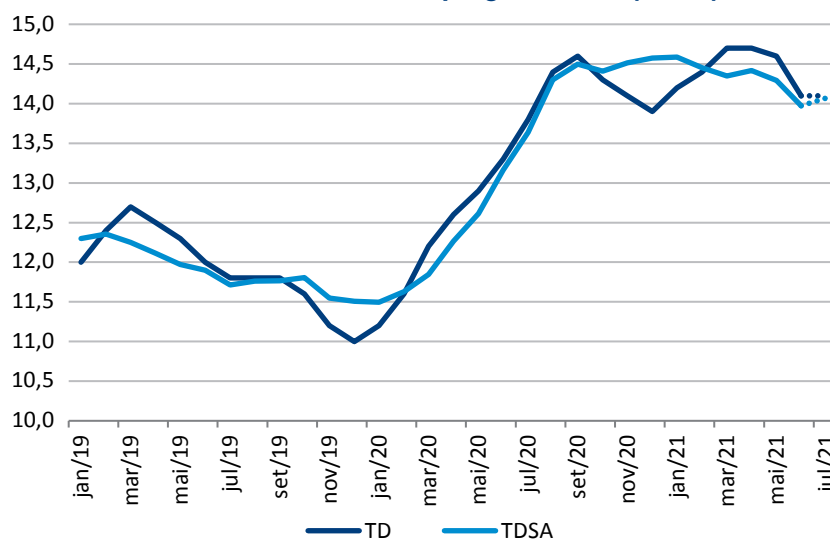
## Mercado de trabalho

Taxa de desemprego tem queda relativamente forte na PNADC de junho, apesar de desaceleração dos empregos. A razão foi a menor elevação da taxa de participação. Massa de rendimentos do trabalho se encontra ainda 4% abaixo da registrada em 2019. Caged continua com saldos positivos

Daniel Duque

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) registrou em sua edição de junho queda relativamente forte queda da taxa de desocupação, de 14,6% (maio) para 14,1%, com resultado semelhante na série dessazonalizada, de 14,3% para 14% entre maio e junho. O resultado foi abaixo do esperado pelo FGV IBRE (14,5% na série sem ajuste). Para julho, espera-se estabilidade – o que, no entanto, em termos dessazonalizados, significa leve alta, para 14,1% no trimestre móvel.

**Gráfico 5: Taxa de Desemprego 2019-21 (em %)**

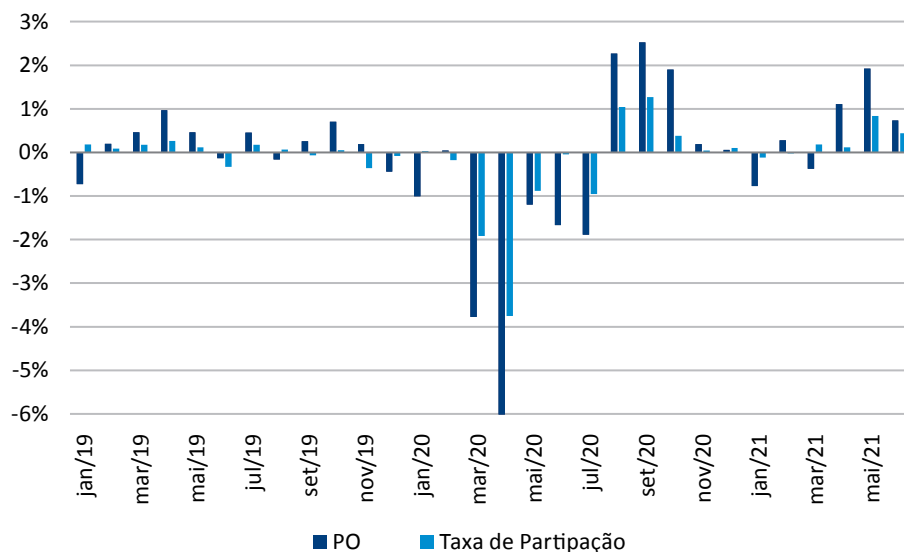


Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: FGV IBRE.

Quando se considera a série mensalizada e com ajuste sazonal, é possível observar movimentos na margem do mercado de trabalho. Desse modo, o gráfico 6 mostra que, apesar da melhora significativa da taxa de desocupação na PNADC de junho, houve relativa desaceleração da população ocupada no último mês (junho) do trimestre coberto pela pesquisa, que teve aumento de 1,9% no mês, com crescimento de apenas 0,73%.

O Gráfico 6 mostra também as altas da taxa de participação, em termos de diferença mensal em pontos percentuais. Observa-se, portanto, que a variável, após longo período de estabilidade desde novembro (em nível significativamente menor do que se observava anteriormente à pandemia), mostra nova alta em junho, apesar de também desacelerar em relação a maio.

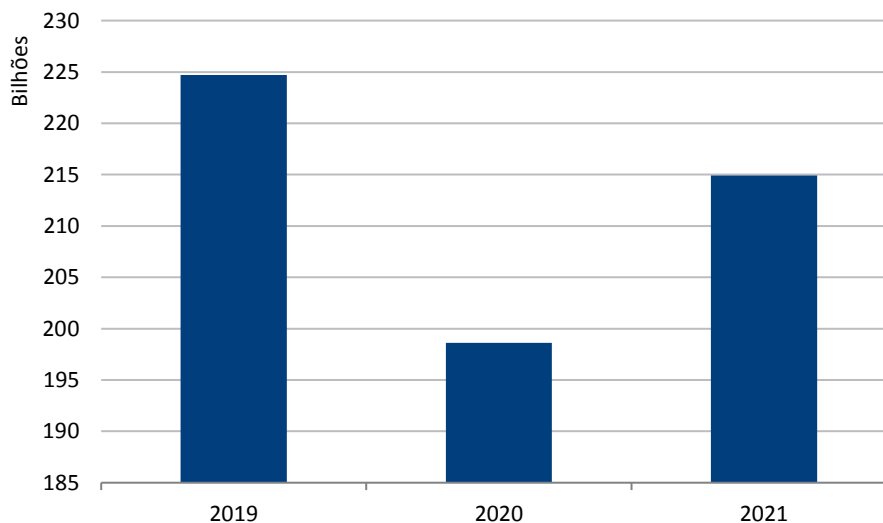
**Gráfico 6: Variação mensal da população ocupada e aumento em p.p. da taxa de participação**  
(com ajuste sazonal)



Fonte: PNADC, com base na metodologia de mensalização desenvolvida pelo Banco Central (2020). Elaboração: FGV IBRE.

Com a divulgação da PNADC do segundo trimestre, é possível investigar mais precisamente as variações ao longo dos últimos anos, como mostra o gráfico abaixo. No segundo trimestre de 2021, o nível de massa de rendimentos do trabalho era 4% menor do que o observado em 2019.

**Gráfico 7: Massa de rendimentos do trabalho no segundo trimestre dos últimos três anos**



Fonte: PNADC Trimestral. Elaboração: FGV IBRE.

A tabela a seguir mostra as variáveis de mercado de trabalho que compõem a massa de rendimentos laborais por região, destacando os principais desafios da recuperação econômica nesse quesito, e como ela tem se mostrado desigual.

**Tabela 2: Variáveis de mercado de trabalho por região e ano**

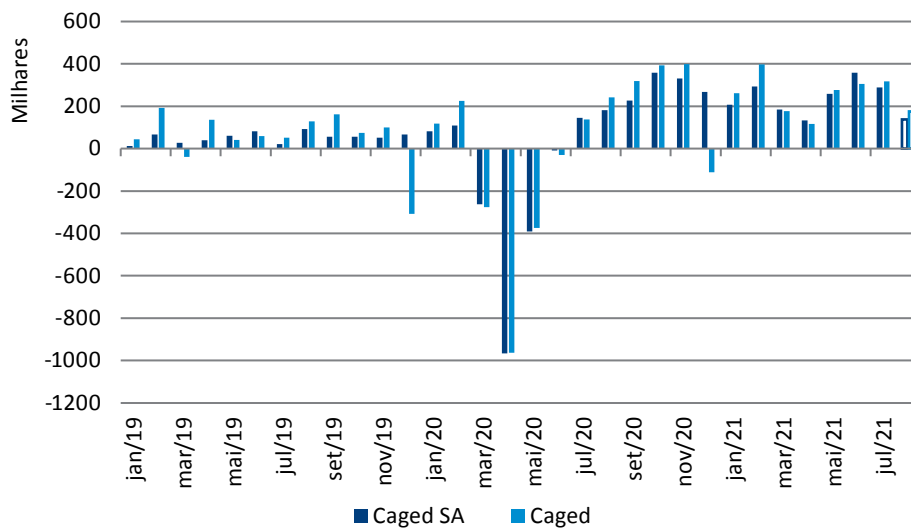
Região	Variável	2019.2	2020.2	2021.2
Norte	Renda por Hora Trabalhada	12.6	15.9	13.4
	Jornada Média	36.5	29.4	35.9
	Taxa de Ocupação	88.2%	88.2%	86.0%
	Força de Trabalho (milhões)	8.3	7.8	8.4
Nordeste	Renda por Hora Trabalhada	12.1	16.4	11.9
	Jornada Média	35.8	27.9	35.9
	Taxa de Ocupação	85.4%	83.9%	81.8%
	Força de Trabalho (milhões)	24.9	21.7	24.0
Sudeste	Renda por Hora Trabalhada	19.7	25.3	19.2
	Jornada Média	38.5	30.6	38.3
	Taxa de Ocupação	87.6%	86.1%	85.5%
	Força de Trabalho (milhões)	48.1	43.3	46.0
Sul	Renda por Hora Trabalhada	17.9	22.1	18.1
	Jornada Média	39.2	33.6	39.4
	Taxa de Ocupação	92.0%	91.1%	91.8%
	Força de Trabalho (milhões)	16.0	15.3	15.4
Centro Oeste	Renda por Hora Trabalhada	19.9	21.3	18.6
	Jornada Média	38.5	33.6	39.0
	Taxa de Ocupação	89.7%	87.5%	88.4%
	Força de Trabalho (milhões)	8.7	8.1	8.4

Fonte: PNADC Trimestral. Elaboração: FGV IBRE.

A tabela indica que, em geral, a recuperação do mercado de trabalho tem sido puxada positivamente pela jornada média, atualmente em nível semelhante ou maior do que o observado em 2019. No entanto, o rendimento do trabalho por hora trabalhada encontra-se em nível menor do que dois anos antes em três das cinco regiões, enquanto a taxa de ocupação e a força de trabalho se mostram fortemente abaixo do nível pré pandemia, principalmente no Sudeste e Nordeste, onde se concentra a população do país.

O Caged, por outro lado, mostrou em julho mais uma vez grande geração de vagas, pouco abaixo do projetado pelo FGV IBRE (350 mil), com abertura de 316 mil postos de trabalho formais – equivalente a 288 mil postos na série dessazonalizada. Para agosto, espera-se nova alta nas séries com e sem ajuste sazonal, de 175 mil vagas, mantendo a tendência anterior de robusta recuperação, apesar do arrefecimento das projeções de atividade econômica mais recentes.

**Gráfico 8: Saldo de Vagas do Caged em 2020-21**



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

## Inflação

### Energia e combustíveis aceleram a inflação

André Braz

A queda de 0,37% registrada pelo IGP-10 de setembro pode sugerir que a inflação não é mais um problema. Mas, longe disso, o resultado foi influenciado unicamente pelo comportamento do preço do minério de ferro, item que responde por 11% da inflação ao produtor. A cotação do minério alcançou seu maior patamar em julho, quando a tonelada ultrapassou US\$ 200,00. Nos meses subsequentes, refletindo redução da demanda da China, atenta a questões ambientais, o preço recuou, ficando próximo de US\$ 140,00 por tonelada, acumulando expressiva retração.

Se o minério fosse excluído do cálculo do IPA-10, a variação no mês de setembro saltaria para 2,05%, número compatível com as pressões inflacionárias reportadas pela maioria dos bens componentes do índice.

Por outro lado, ainda que a inflação ao produtor assombre vários setores produtivos, o avanço segue em ritmo menor que o medido no segundo semestre de 2020, quando a variação média do IPA-10 foi de 3,8%. Sem pressões tão intensas neste segundo semestre, a taxa em 12 meses do IPA seguirá em desaceleração pelo menos até o final do segundo trimestre de 2022.

Mas a desaceleração do IPA não antecipa, neste momento, arrefecimento das pressões inflacionárias para o consumidor. As cadeias produtivas seguem desmobilizadas e os preços das matérias-primas estão elevados, contribuindo para o aumento dos preços de alimentos e produtos industrializados.

Além dessas pressões, o custo da energia elétrica tornou-se outro grande desafio. A crise hídrica impactou o custo de geração de energia, fazendo o recurso encarecer para a indústria e para o consumidor. Além desse

impacto na inflação, a falta de chuvas e o frio prejudicaram safras de cana-de-açúcar, milho e café, itens cujos derivados já registram aumento de preços ao consumidor.

Afora a energia, outros itens da classe dos energéticos também estão pressionando o IPCA. Os combustíveis não param de subir e contribuem para o espalhamento da inflação através do frete, do transporte particular e do transporte público. Os preços da gasolina subiram 39%, e do diesel, 37%.

A contribuição dos preços “monitorados” para a inflação de 2021 será destacada. Até agosto, 53% da taxa acumulada em 12 meses pelo IPCA pode ser atribuída aos energéticos. A partir de setembro, novo reajuste na tarifa de energia será captado pela adoção da “Bandeira de Escassez”, modalidade que elevou o valor da tarifa extra cobrada na energia em 49% e provocará alta de aproximadamente 6,5% na conta de energia. Essa será a principal influência da inflação em setembro e fará o IPCA subir algo em torno de 1%. Confirmando esse resultado, esse será o mês de setembro com a maior taxa desde set/94, quando a alta foi de 1,53%. O resultado de setembro que fará o índice oficial registrar, taxa de inflação acumulada em 12 meses de dois dígitos, 10,1%, a mais elevada desde fev/16, quando registrou alta de 10,36%.

Assim, o espalhamento da inflação se fortalece com os desdobramentos da crise hídrica sobre a agricultura, a pecuária e na geração de energia elétrica. Com tais influência no radar, o contágio para indústria e prestação de serviços ajudará a espalhar as pressões inflacionárias nos próximos meses, efeito que sustenta as constantes revisões para cima na expectativa de inflação para 2021 e 2022.

Até o momento, as expectativas de inflação para 2021 e 2022 estão em 8,7% e 4,1%, respectivamente. Mas os reajustes dos combustíveis e o impacto dos energéticos na cadeia produtiva podem impor novas revisões para cima na inflação deste e do próximo ano.

## Política monetária

### A difícil luta do BC para cumprir a meta de inflação

José Júlio Senna

Ações e declarações recentes dos dirigentes do Banco Central não deixam dúvida sobre sua disposição para levar as taxas de inflação para a meta oficialmente estipulada.

Sob o regime de metas, devido às usuais defasagens com que opera a política monetária, as ações do BC são guiadas por eventuais desvios entre as projeções de inflação e a meta relevante, e pelo balanço dos riscos envolvidos em tais projeções, conforme a percepção dos condutores da política. Não há indício de que o Banco Central esteja disposto a se afastar desse arcabouço teórico.

O grande problema tem a ver com o fato de que a trajetória da taxa Selic compatível com o cumprimento da meta tem sofrido seguidas e expressivas alterações. Em essência, isso resulta da especial imprevisibilidade do processo inflacionário atual. No início da retirada da acomodação monetária, em março último, levar a taxa de inflação para a meta de 2022 parecia exigir Selic em 4,5% em dezembro do ano corrente (como indicava a pesquisa Focus naquele momento), subindo para 5,5% em 2022. (Tabela 3). Como esse patamar nominal da Selic estava aquém da estimativa oficial de juro neutro, o BC entendeu que a normalização da política monetária seria parcial.

**Tabela 3: Projeção do IPCA no Cenário Básico do Copom**

	Selic Focus (Fim de Ano) 2021	Selic Focus (Meio de Ano) 2022	Selic Focus (Fim de Ano) 2022	Projeção IPCA 2022
17/03/2021	4,50	5,50	5,50	3,50
05/05/2021	5,50	6,00	6,25	3,40
16/06/2021	6,25	6,50	6,50	3,50
04/08/2021	7,00	7,00	7,00	3,50

Fonte: Banco Central do Brasil - Pesquisa Focus.

A julgar pelos exercícios de projeção do BC, que consideram as trajetórias da Selic previstas na pesquisa Focus, no Copom de junho, o cumprimento da meta de inflação em 2022 parecia requerer Selic de 6,25% em dezembro de 2021 e de 6,5% no final do ano seguinte. Natural que dessa vez os membros do Copom passassem a falar em levar o juro básico para o patamar considerado neutro. Cerca de um mês e meio depois, cumprir a meta de 2022 parecia exigir Selic em 7,0% em dezembro de 2021, mantida nesse nível até o final de 2022. Em consequência, a diretriz passou a ser levar a taxa básica para acima do neutro.

O processo aqui descrito sugere a presença de fatores que, nos últimos meses, produziram pressões inflacionárias cada vez mais significativas, a ponto de o cumprimento da meta de inflação em 2022 mostrar-se viável (pelo menos no mundo das projeções) somente mediante juros básicos cada vez mais altos.

Em parte, tudo isso tem a ver com as atuais características do processo inflacionário em si. Na seção sobre a economia internacional, neste mesmo Boletim, discutimos o que há de novo nas pressões inflacionárias atualmente presentes no exterior. Se é verdade que nos EUA a essência da inflação corrente tem a ver quase exclusivamente com a pandemia, entre nós o processo é bem mais complexo. Além de um componente inflacionário de mesma natureza do observado naquele país, temos ainda os efeitos da crise hídrica, das geadas recentes, e dos preços dos combustíveis, largamente influenciados pelos movimentos do câmbio. Tudo isso acrescido da piora das expectativas de inflação.

Quanto a esse último aspecto, o das expectativas, não parece haver dúvida de que as altas taxas correntes de crescimento dos preços elevam as taxas esperadas de inflação. Mas não é só isso. Existe ainda toda uma discussão (e muita insegurança) em torno do futuro da política fiscal, fator que também concorre para pressionar os preços esperados para mais adiante. O comportamento recente das taxas reais de juros, explicitadas nos preços dos títulos públicos indexados ao IPCA, dá uma boa dimensão da insegurança acima mencionada. Da última semana de julho para cá, as taxas dos papéis de vencimento em 2028 passaram de 3,8% a.a. para 4,65%, enquanto as dos papéis de 2040 subiram de 4,25% para 4,8%. Por certo, é difícil separar os efeitos sobre os juros de preocupações puramente fiscais de apreensões relacionadas diretamente com a crise política pela qual passa o país.

Em síntese, são múltiplas as fontes de pressões inflacionárias presentes entre nós. Em tal ambiente, por mais que o BC se mostre determinado a fazer o seu papel, o sucesso em levar a inflação para a meta dependerá da contribuição do governo como um todo. Iniciativas que acarretam insegurança e desconforto somente prejudicam o combate ao crescimento dos preços. A tarefa de combater a inflação não deve ser deixada apenas a cargo do Banco Central.

# Política fiscal

## Imerso em uma crise institucional e fiscal, eis um país à deriva

Juliana Damasceno e Bernardo Motta

Um navegante à deriva atraca em território brasileiro e, curioso sobre o ano em que se encontra, trata logo de conseguir um jornal após longo tempo em alto mar. O navegante é um cidadão brasileiro que partira no início dos anos 2000 e cuja memória perfeita o faz lembrar da então recente aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal. Entre as manchetes do jornal, seus olhos rapidamente identificam inúmeras menções às diferentes crises que nos acometem e ele se surpreende que a fiscal seja uma delas. Sua lembrança fresca do novo código de conduta que a LRF implementara não lhe deixa entender o complexo contexto de descontrole que – pasmem – ainda acomete as finanças públicas desse país. Conversando com o jornaleiro, ele descobre que a irresponsabilidade fiscal nunca nos abandonou. Pelo contrário. Apesar dos incontestáveis avanços em matéria de administração pública e, inclusive, de novas regras fiscais no arcabouço legal, ele descobre que a falta de *compliance* com as mesmas é cada vez mais a norma nas três esferas de governo. Ele reconhece que o desequilíbrio fiscal não poderia ter chegado a tal ponto sem uma profunda crise nas instituições desse país e lamenta o custo dessa situação para o desemprego, a inflação e o crescimento econômico.

Ainda que não faltem regras fiscais visando coibir práticas imprudentes e promover a sustentabilidade financeira governamental, pecamos em não promover o seu necessário *enforcement*. Em que pese a validade técnica de cada uma dessas normas, há de se concordar que todas carregam um componente em comum – raramente são cumpridas à risca. Criamos (e alteramos) regras ao sabor do vento, a fim de contratar (ou manter) um compromisso que apenas uma visão de Estado de longo prazo seria capaz de sustentar. De pouco adianta que regras – a priori, estruturais – fiquem sujeitas à adaptações conjunturais, como no caso no teto de gastos. Muito menos ajuda que as instituições responsáveis pelo orçamento não priorizem a sociedade em vez de interesses próprios, fazendo uso de manipulações contábeis para artificialmente cumprir metas e respeitar limites constitucionais.

Isso sem considerar que alguns desses limites nem sequer saíram do papel. A Constituição Federal de 1988, em seu Art. 52, atribui ao Senado Federal competências privativas, dentre elas, no inciso V, o poder para fixar, por proposta do Presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada de cada nível de governo. O comando constitucional foi reiterado pelo Art. 30 da Lei de Responsabilidade Fiscal, ao estabelecer um prazo de noventa dias após a publicação da Lei para a submissão de proposta de limites globais para o montante da dívida consolidada da União, Estados e Municípios. Definido em duas vezes a Receita Corrente Líquida (RCL) para os Estados, o limite ainda carece de regulamentação no caso da União.

O cenário não é muito mais animador no caso das regras que efetivamente foram implantadas. O Art. 19 da LRF estabelece que a despesa com pessoal dos Estados e do Distrito Federal não deve ultrapassar 60% da RCL. Ocorre que, na ausência de uma padronização para a apuração desse limite, a metodologia de cálculo da despesa de pessoal varia entre os entes. Assim, o limite de gastos com pessoal, por diversas vezes, é desrespeitado ao desconsiderar do cômputo total importantes rubricas como gastos com aposentados e

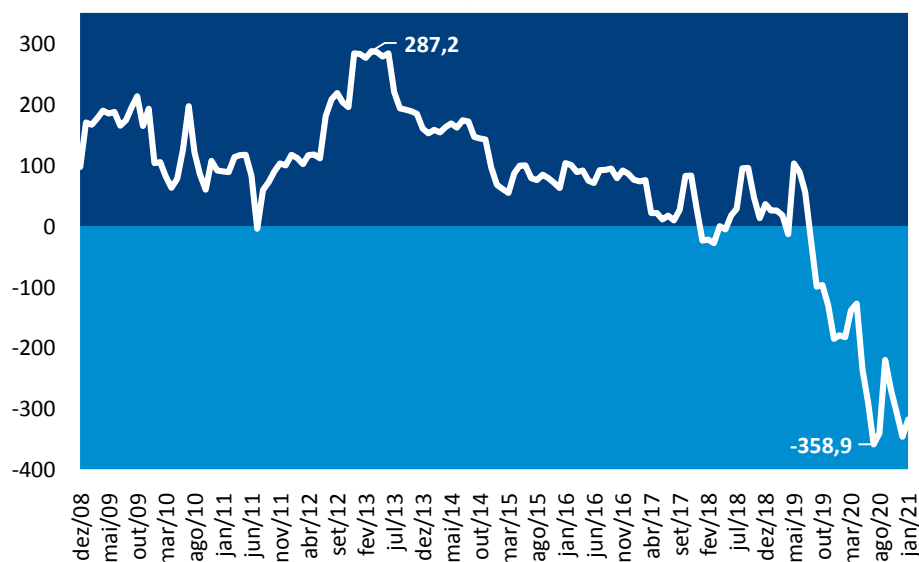
pensionistas, o IRPF dos servidores e outras obrigações patronais, manobra que conta inclusive com o aval dos tribunais de contas estaduais.<sup>4</sup>

Comprometendo ainda mais a já capenga credibilidade, o governo incluiu recentemente na polêmica PEC dos precatórios um dispositivo que praticamente coloca fim à regra de ouro, cujo objetivo é impedir o endividamento para cobrir gastos correntes, como salários e aposentadorias. A proposta prevê que o Congresso autorize o descumprimento dessa regra já no momento da votação do orçamento do ano seguinte. Na prática, desde 2019, o governo reconhece a insuficiência da regra e a necessidade de pedir tal aval do Congresso para custear despesas – como o Bolsa Família – via crédito suplementar, a fim de evitar que o presidente cometa crime de responsabilidade fiscal. Seguindo pelo caminho da falta de transparência ao não anular a regra de vez ou aperfeiçoá-la, o que antes já era contornado durante a execução do próprio orçamento agora poderá ser liberado de cumprimento de forma antecipada. Perdemos aos poucos os pilares restantes do equilíbrio institucional que tanto nos faz falta em meio a diversos ruídos.

O Gráfico 9 mostra a evolução da margem de suficiência para o cumprimento da regra de ouro, ou seja, o excedente de despesas de capital em relação às receitas de operações de crédito. Fica evidente como, a partir de 2017, começou-se a se aproximar do limite, com sucessivas recuperações pontuais, até que, em 2019 e 2020, as operações de crédito ultrapassaram as despesas de capital e o indicador tornou-se permanentemente negativo. Há de destacar, contudo, que esse movimento foi aprofundado em função do enfrentamento da crise da Covid-19, sendo o descumprimento da Regra de Ouro autorizado pela Emenda Constitucional 106/2020.

**Gráfico 9: Suficiência da Regra de Ouro**

Representação da base móvel para o cumprimento da regra de ouro nos últimos 12 meses em relação ao mês de referência



Elaboração Própria. Fonte: STN, <https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-da-regra-de-ouro>.

<sup>4</sup>Em uma recente simulação, a STN verifica que, caso todos os Estados utilizassem a metodologia do Tesouro Nacional, somente Alagoas, Amazonas, Bahia, Ceará, Distrito Federal, Espírito Santo, Maranhão, Mato Grosso, Pará, Piauí e Rondônia conseguiriam respeitar o “limite de alerta” (90% do limite definido na lei, ou seja, 54% da receita corrente líquida) - <https://bit.ly/3nxjnmX>

O enfraquecimento das instituições fiscais também se manifesta no processo orçamentário da União, com sua proposta de orçamento cada vez mais próxima de uma peça de ficção. Ao longo dos últimos anos o orçamento público tem perdido sua credibilidade, seja em virtude da defasagem dos parâmetros enviados pelo Executivo, da existência de orçamentos “paralelos” via emendas de relator ou mesmo por atrasos em sua aprovação.<sup>5</sup> Nosso arcaico rito orçamentário segue sendo regulado por uma lei cuja aprovação data de 1964, com base em um projeto apresentado em 1950. Ainda que a Lei 4.320/1964 tenha estabelecido fundamentos e conceitos essenciais para elaboração e controle dos orçamentos públicos, por ser uma lei já quinquagenária esbarra naturalmente em pontos do sistema normativo construído nas décadas seguintes e, portanto, requer atualização. Sendo o orçamento público o principal instrumento de planejamento e administração das finanças públicas de qualquer governo, não surpreende a deterioração das contas públicas e a carência de planejamento de longo prazo do Estado brasileiro.

Por certo, a discussão acerca do desenho das regras que compõem o arcabouço fiscal faz parte do jogo democrático e merece ser objeto de discussão política e técnica. Atenta-se, no entanto, que se faz igualmente necessária a construção de bases institucionais sólidas e capazes de sustentar regras críveis e duradouras, sejam quais elas forem. Expectativas importam e, antes mesmo de regras novas ou de reformas milagrosas, importa nossa capacidade de cumprir o que está posto, sob o custo de perdermos as âncoras que nos restam. Falhando nessa missão, ficamos à deriva tal qual nosso viajante que, sem o norte do planejamento, consegue apenas avistar um risco fiscal à estabilidade macroeconômica e às perspectivas de crescimento desse país.

## Setor externo

### Os resultados da balança comercial continuam favoráveis, mas até quando?

Lia Baker Valls Pereira

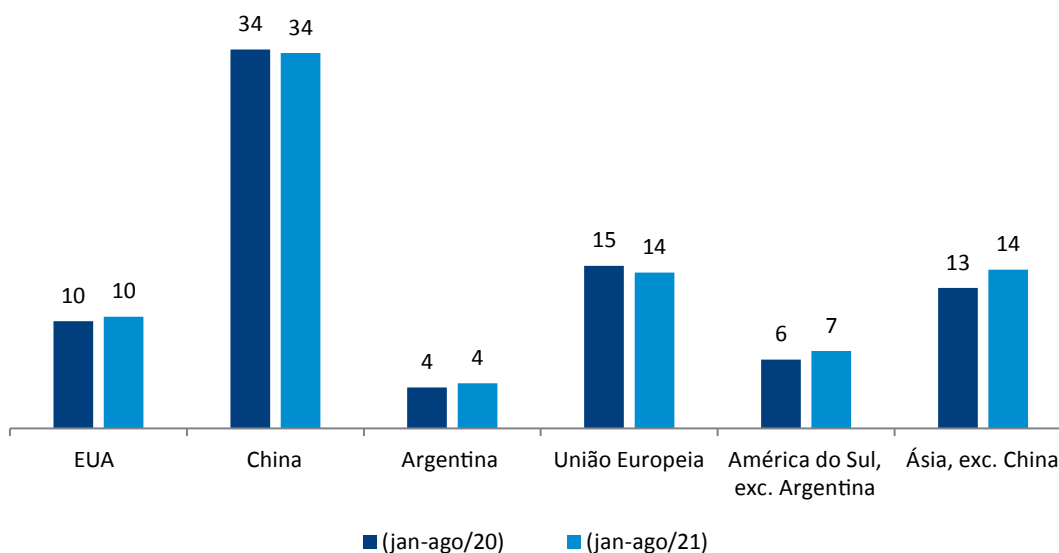
Num cenário de turbulências na economia doméstica, com sinais de redução da entrada de capitais estrangeiros, o anúncio mensal dos valores recordes dos superávits da balança comercial é sempre bem-vindo. No acumulado do ano até agosto, o saldo comercial foi de US\$ 52,1 bilhões, um aumento de US\$ 16,4 bilhões em relação ao mesmo período de 2020. Ressalta-se que o saldo foi obtido com registro de crescimento das exportações de 37,4% e das importações de 34,4%, na comparação interanual do acumulado do ano até agosto de 2020 e 2021.

Os bons ventos da balança comercial levam à seguinte indagação: considerando que a restrição externa associada ao balanço de pagamentos não é um problema para o Brasil desde meados da década de 2000, esse cenário continuará assegurado? Começamos a análise pelos resultados obtidos em 2021.

<sup>5</sup>Ainda que tenha se dado em um contexto de pandemia, não custa destacar que o Orçamento da União para 2021 foi aprovado somente em 25/03/21 sendo que, por lei, o Congresso deve discutir e votar o orçamento até o dia 22 de dezembro de cada ano.

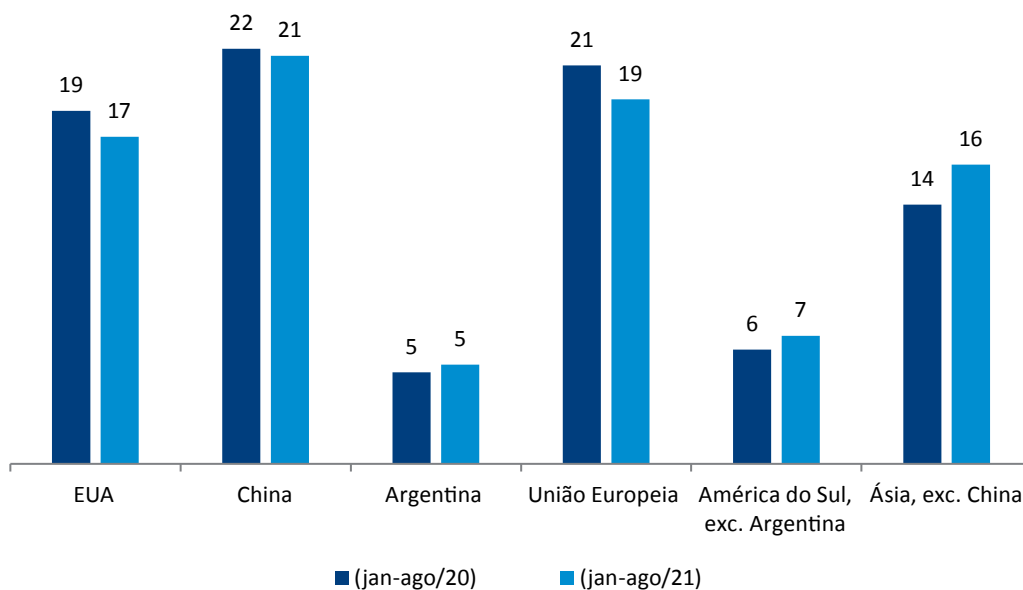
A China continua a liderar o desempenho das exportações brasileiras. O saldo com a China, no valor de US\$ 35 bilhões, explicou cerca de 67% do superávit global da balança comercial. Sem a China, o superávit seria de US\$ 17,1 bilhões. A participação da China somada com a dos demais países da Ásia leva a que cerca de 50% das vendas externas do Brasil se destinem a essa região (Gráfico 10). No caso das importações, há um relativo equilíbrio em termos da participação da China, Estados Unidos e União Europeia (Gráfico 11).

**Gráfico 10: Participação (%) no total das exportações brasileiras**



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

**Gráfico 11: Participação (%) no total das importações brasileiras**

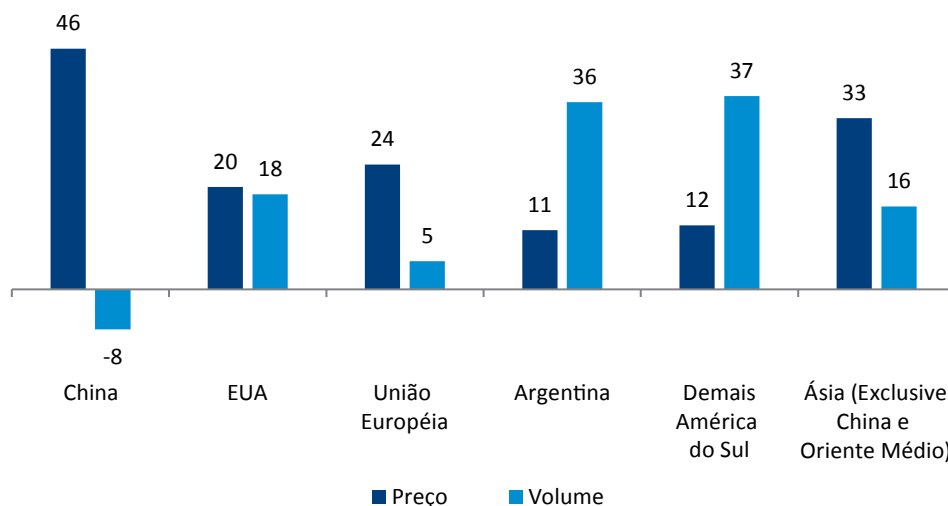


Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

Observa-se que os ventos favoráveis da balança comercial estão estritamente associados ao desempenho no mercado chinês. Supondo que este continue favorável, os possíveis riscos seriam aumento das importações com a retomada de um crescimento sustentado do país, num ambiente de valorização cambial e/ou queda acentuada nos preços das *commodities*. Para 2022, o aumento das importações com crescimento sustentado é um cenário distante, logo a questão se resume, em grande medida, ao desempenho da China para assegurar o crescimento das exportações para o país asiático. Com o fim dos estímulos associados às políticas para enfrentar os efeitos recessivos da COVID, menor demanda para minério de ferro é esperada. Questões climáticas podem continuar afetando o preço dos grãos e ao mesmo tempo a reorganização da criação de suínos na China pode diminuir a demanda por ração animal (soja). A demanda chinesa poderá se traduzir em taxas menores de crescimento, mas não esperamos um recuo nas suas importações.

Vale ressaltar, porém, que os ganhos recentes advindos da China, em termos de exportações, estão associados ao “mini boom” nos preços das *commodities*, conforme ilustra o Gráfico 12. Enquanto os preços aumentaram em 46%, o volume recuou em 8%, entre jan-agosto de 2020 e 2021.

**Gráfico 12: Variação (%) de volume e preços das exportações: jan-agosto 2020/2021**

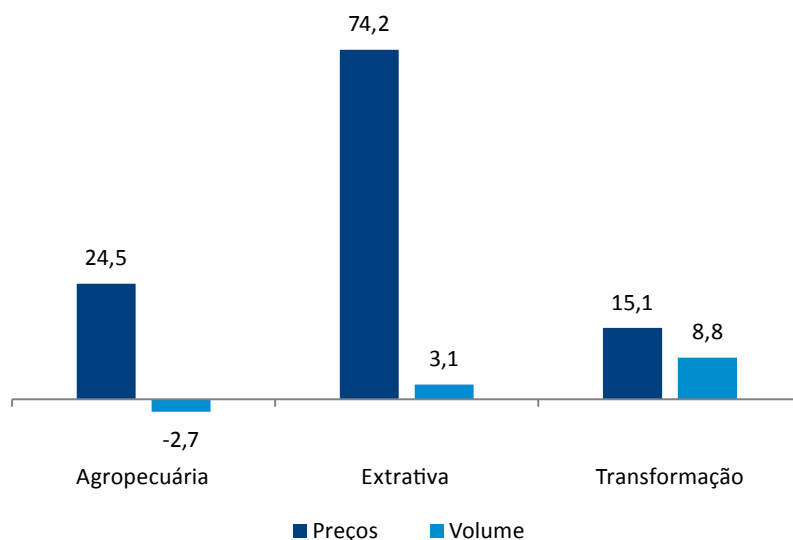


Fonte: <http://comexstat.mdic.gov.br/>. Elaboração FGV IBRE.

Já no caso da América do Sul, os ganhos vieram do aumento do volume exportado. Para os Estados Unidos há um relativo equilíbrio entre o desempenho de volume e preços. Essas diferenças refletem a composição das pautas exportadoras dos países. Em contraste com a China, principal mercado de destino das *commodities* brasileiras, a pauta para a América do Sul está concentrada em manufaturas.

A variação de preços e volume por tipo de indústria (Gráfico 13) mostra que os ganhos na agropecuária e na extrativa estão principalmente associados ao comportamento dos preços e na transformação ao volume. Esse resultado reflete a pauta exportadora do país por mercados de destino. Ásia e União Europeia com dominância das *commodities* primárias agrícolas e minerais, e América do Sul com as manufaturas. Nas vendas para os Estados Unidos, embora estejam presentes com elevada participação *commodities* da indústria de transformação, como semimanufaturados de aço (16% do total exportado), são registrados também produtos de alto valor adicionado, como os aviões, com crescimento de 56%, entre os dez principais produtos de exportação entre jan-agosto de 2020/2021.

**Gráfico 13: Variação (%) do preço e volume das exportações por tipo de indústria: jan-agosto 2020/2021**



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

Outro ponto a ser ressaltado se refere à concentração da pauta de exportações. Observa-se que três produtos — minério de ferro, soja em grão e petróleo bruto — explicaram 45% das exportações brasileiras no acumulado do ano até agosto. Nesse mesmo período, a China comprou 63% das vendas externas brasileiras de minério de ferro, 69% da soja em grão e 49% do petróleo. Mantido o cenário descrito anteriormente, 2022 não trará grandes surpresas no tema da concentração da pauta.

Numa perspectiva conjuntural, não há indícios de deterioração da balança comercial que ameace o equilíbrio das contas externas. No entanto, pode haver dúvidas se o saldo da balança será suficiente diante de um cenário pessimista de fuga de capitais em 2022. Consideramos improvável esse cenário.

Se, numa perspectiva de curto prazo, a balança comercial não é um risco para a estabilidade macroeconômica do país, voltamos a enfatizar a importância de um olhar mais atento para a diversificação da pauta de exportações por países e produtos. Além disso, como cada vez mais o comércio é administrado através de acordos formais/informais, urge prosseguir na agenda de negociações brasileiras. Entre os principais acordos em negociação, destacam-se os da Coreia do Sul e do Canadá. Esse último tende a ser dependente dos temas da agenda da sustentabilidade, na qual a imagem do Brasil tem sido negativa.

Outros acordos relevantes seriam com os Estados Unidos, pouco provável pelas mesmas razões que afetam as negociações com o Canadá, mas possível com mudanças de orientação na política externa e ambiental do Brasil num próximo governo. Resta a China, nosso principal parceiro comercial, o que logo suscita preocupações por parte do setor industrial. Ressalta-se que acordos de livre comércio são administrados com exceções e cronogramas que chegam até 15 anos para a liberalização de produtos sensíveis.

Num mundo de comércio administrado, a realização de acordos passa a ser uma das condições para a possível diversificação da pauta exportadora e de garantia de mercados. Criar condições favoráveis para a balança comercial num horizonte além da conjuntura de curto prazo requer essa estratégia.

# Internacional

## A ameaça de inflação nos Estados Unidos

José Júlio Senna

No primeiro trimestre deste ano, os mercados financeiros norte-americanos experimentaram um movimento de preços que ficou conhecido como *reflation trade*. No segmento de renda fixa, os juros longos de 10 anos subiram expressivamente, passando de menos de 1,0% a.a. na virada do ano para quase 1,8%, em pouco menos de três meses. Movimento rápido, portanto.

Por trás dessa alta de juros estava o entusiasmo com o andamento da vacinação naquele país e com os estímulos fiscais, em especial no que diz respeito ao que estaria por vir. Com isso, imaginava-se que o ritmo da atividade econômica ganharia um ímpeto extraordinário, disso resultando um crescimento robusto, possivelmente capaz de se manter por bom tempo. Expectativas bem positivas, diga-se de passagem, particularmente quando se lembra da dimensão da crise que se instalara em 2020.

Ao mesmo tempo, o raciocínio prevalecente era no sentido de que o Fed dificilmente acompanharia a provável alta da inflação a ser provocada pelo novo ambiente macroeconômico. Afinal, imaginavam muitos, estava em prática uma nova estratégia de política monetária, voltada para assegurar uma inflação de 2,0% a.a. em média, e não mais em doze meses. Diante da novidade, o Fed possivelmente se atrapalharia e acabaria ficando “atrás da curva”. Expectativas de crescimento expressivo e pressões inflacionárias significativas produziram, então, acentuada inclinação da curva de juros.

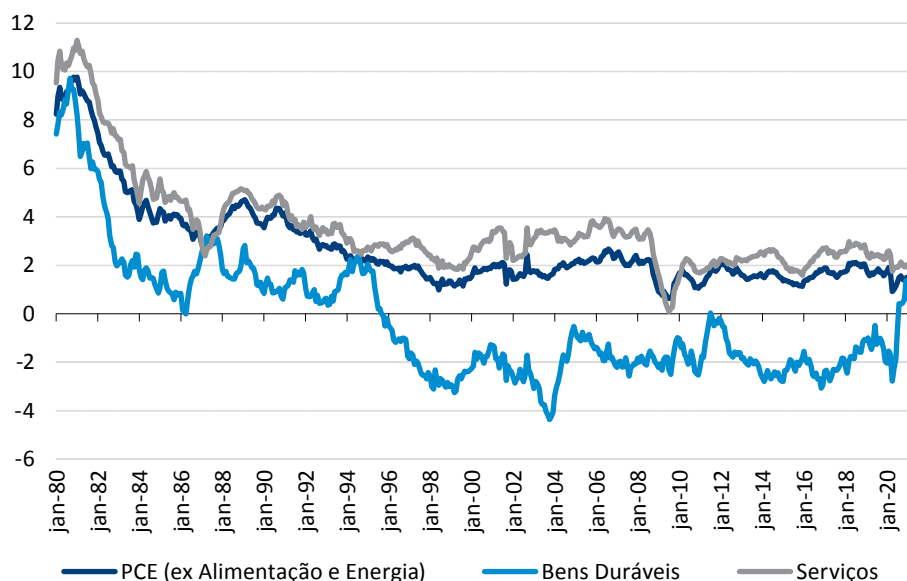
Com o passar do tempo, porém, as expectativas foram se ajustando. Aos poucos, os participantes de mercado foram percebendo que, na melhor das hipóteses, vacinação acelerada consegue apenas promover a volta da economia à situação anterior, sem possibilidade de representar estímulo extra duradouro para o crescimento. No tocante ao lado fiscal, após uma fase em que se verifica um crescimento mais rápido, sobrepõe-se um período que a política fiscal acarreta retração das taxas de crescimento da economia. Ao mesmo tempo, os seguidos discursos e textos oficiais das autoridades monetárias acabaram convencendo os participantes de mercado de que o Fed estava permanentemente atento à formação de pressões inflacionárias e que agiria para combatê-las na medida do necessário.

Com isso, a curva de juros perdeu inclinação e as expectativas de inflação pararam de subir, estabilizando-se pouco acima do objetivo numérico do Fed, para os próximos dois ou três anos. No momento atual, esse é o quadro. Expectativas de inflação bem ancoradas e ausência de perspectiva de juros reais superiores ao patamar neutro, nos próximos dez anos.

O risco de alteração desse quadro, porém, parece significativo. A inflação americana parece quase integralmente associada ao inédito fenômeno de gargalos na produção e na distribuição de bens, combinados com os efeitos de um fortíssimo desvio de demanda do consumo das famílias (em favor de bens físicos), eventos produzidos pela pandemia. Com isso, o padrão recente da inflação de bens sofreu grande transformação, especialmente no caso de produtos duráveis. Nos últimos quase 20 anos, o ritmo de crescimento dos preços desses produtos correu sempre por baixo da inflação de serviços, possivelmente devido ao impacto conjunto de fenômenos demográficos e da globalização. Neste ano, porém, os referidos preços são os que mais rapidamente crescem, destoando sobremaneira do comportamento dos demais preços. O gráfico a seguir ilustra esse raciocínio.

**Gráfico 14: Estados Unidos: Inflação do PCE**

(Núcleo, Bens Duráveis e Serviços)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

O relevante a respeito desse assunto é constatar as enormes dificuldades de se prever o fim do processo. Pesquisas qualitativas e entrevistas com empresários de diferentes setores sugerem que as essas pressões inflacionárias estarão presentes ainda em 2022. O problema que isso acarreta é simples: ritmo persistentemente elevado de inflação corrente tem sempre o poder de influenciar as expectativas de inflação para o futuro. Por enquanto, como dissemos acima, parece elevada a confiança do público na política do Fed. As expectativas de inflação encontram-se bem ancoradas. Na hipótese de alteração desse quadro, porém, os juros reais esperados subirão e o ambiente externo deixará de ser favorável aos países emergentes. Parece conveniente termos em mente a presença desse risco.

## Em foco IBRE

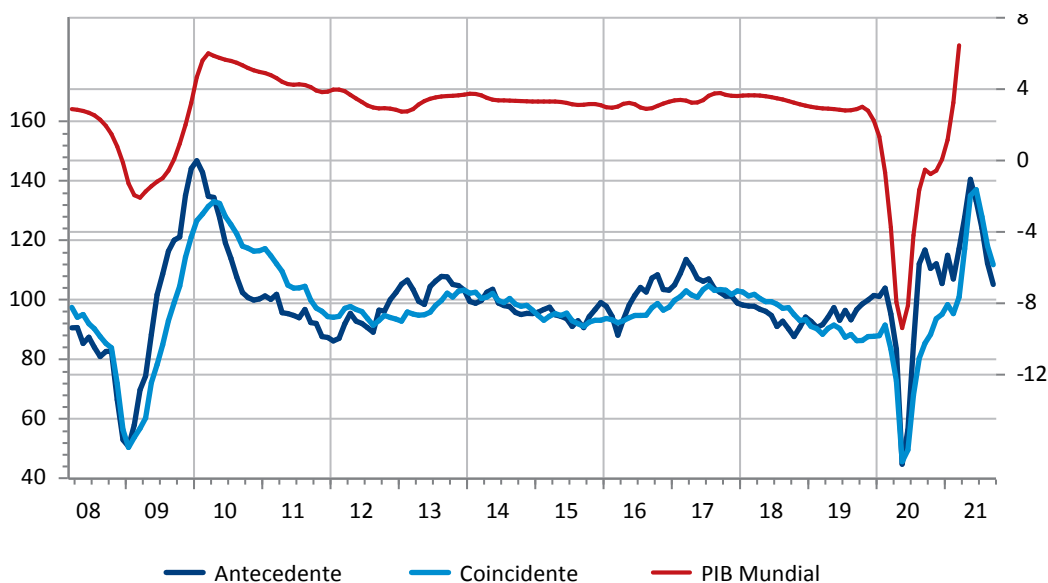
### As mensagens dos números recentes dos Barômetros Globais

Aloisio Campelo Junior, Anna Carolina Gouveia e Paulo Picchetti

Os barômetros globais antecedente e coincidente são resultado de uma parceria entre o FGV IBRE e o instituto KOF da Universidade de Zurique (ETH), tendo como objetivos respectivamente sinalizar a trajetória futura e fornecer um *nowcast* da taxa anual de variação de uma agregação dos PIBs de países individuais em uma métrica global. Os indicadores são construídos a partir de milhares de séries de sondagens de tendência em diferentes setores e ao consumidor, de mais de 50 países. Um modelo estatístico seleciona entre as séries aquelas que possuem correlações dinâmicas significativas com valores futuros e presentes (mas ainda desconhecidos) da série de PIB mundial. Os indicadores são atualizados mensalmente e divulgados até o dia 10 do mês seguinte.

O gráfico 15 mostra a evolução dos indicadores junto à trajetória da taxa anual de variação do PIB mundial, com a mais recente atualização (setembro de 2021, a partir de informações já disponibilizadas para agosto).

**Gráfico 15: Barômetros Globais Antecedente e Coincidente e PIB Mundial**



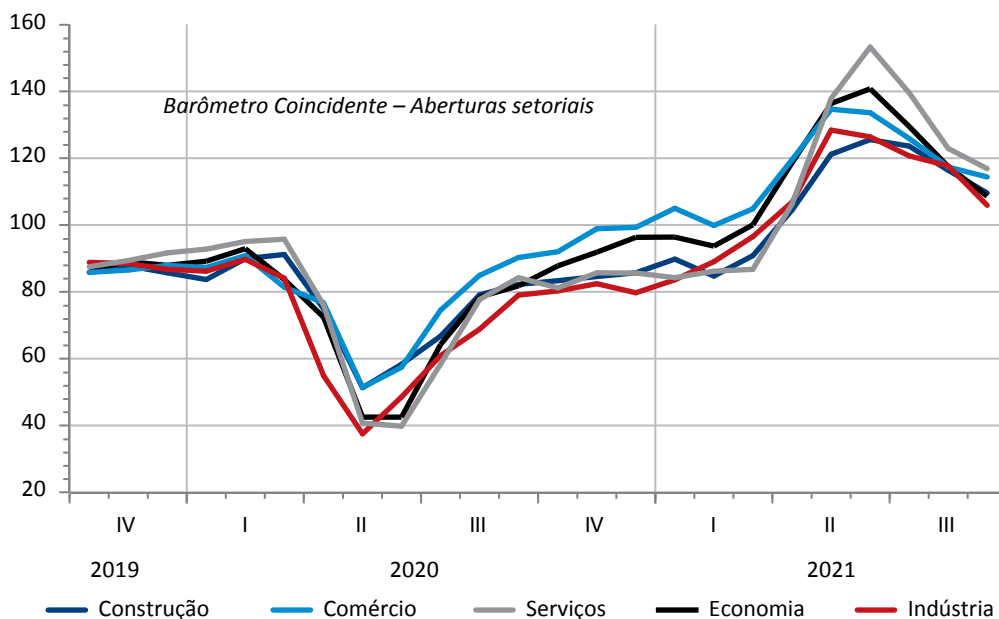
Fonte: FGV IBRE, KOF, ETH Zurich e FMI. Elaboração: FGV IBRE.

Esses últimos resultados contêm uma mensagem importante sobre o que esperar da evolução do PIB mundial nos próximos meses: após a forte recuperação desde o pior momento da pandemia em 2020, a tendência passa a ser de desaceleração no crescimento.

As aberturas setoriais do Barômetro Coincidente mostram que essa recuperação não foi homogênea. Em um primeiro momento as medidas de distanciamento social e estímulos econômicos deslocaram grande parte da demanda para bens industrializados, com o setor de serviços sofrendo a maior desaceleração. Já com o

relaxamento das restrições de mobilidade possibilitado pelo avanço da imunização a partir do início de 2021, o setor de serviços também pôde iniciar uma forte recuperação.

**Gráfico 16: Barômetros Coincidentes – Indicadores Setoriais**



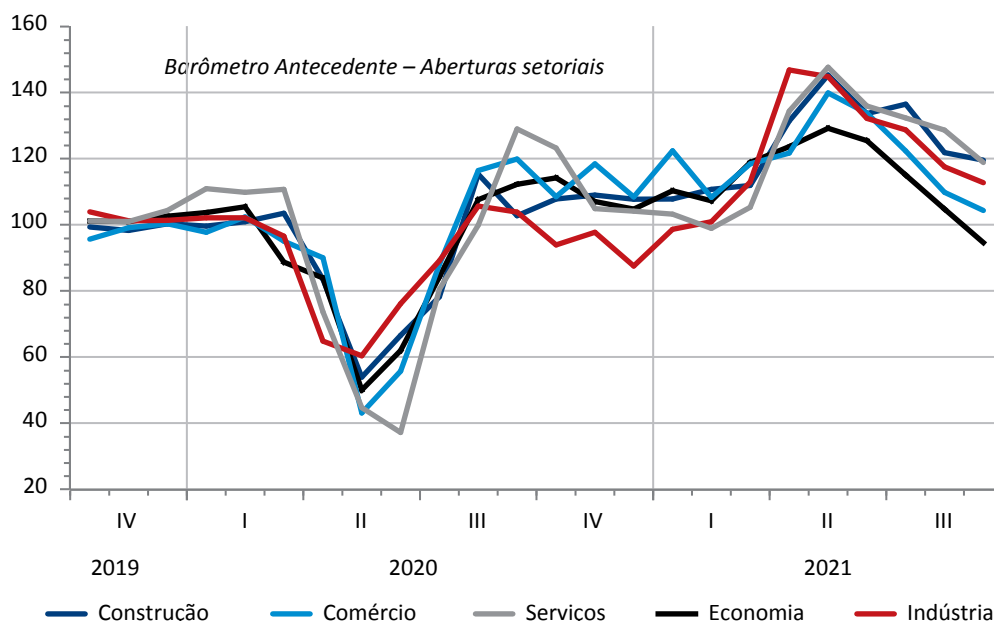
Fonte: FGV IBRE e KOF, ETH Zurich. Elaboração: FGV IBRE.

O quadro de desaceleração dos últimos meses pode ser explicado parcialmente pelas bases de comparação muito altas referentes ao período de rápida retomada. No entanto, outros fundamentos são necessários para entender completamente o movimento e ajudar na previsão da trajetória dos próximos meses do nível de atividade no âmbito de todas as regiões. Em particular, se por um lado o avanço da imunização tem permitido que as novas variantes do vírus não imponham medidas de restrição de mobilidade como as do início da pandemia, por outro o aumento de demanda resultante tem exercido pressão adicional sobre as cadeias de suprimentos de insumos essenciais para a produção. Como resultado da combinação desse fato com um ambiente de recuperação, no qual os estímulos econômicos ainda não foram completamente abandonados, aumentos de preços significativos vêm ocorrendo em todas as regiões. Algumas sinalizações de adequações dos instrumentos de política econômica a esse novo contexto, somadas a incertezas que ainda persistem sobre a trajetória da pandemia, já surtem efeitos sobre expectativas.

O gráfico a seguir traz uma mensagem consistente de continuidade da desaceleração do ritmo de crescimento disseminada entre todos os setores, de acordo com os últimos resultados do Barômetro Antecedente. Esse movimento é mais acentuado no indicador que mede a evolução das economias em nível agregado (Economia<sup>6</sup>), com os resultados recentes registrando níveis inferiores, inclusive, aos do período pré-pandemia.

<sup>6</sup>Além dos indicadores de sondagens de tendência empresariais que refletem níveis bastante agregados da economia, esse indicador captura as informações derivadas das sondagens ao consumidor.

**Gráfico 17 Barômetros Antecedentes – Indicadores Setoriais**



Fonte: FGV IBRE e KOF, ETH Zurich. Elaboração: FGV IBRE.

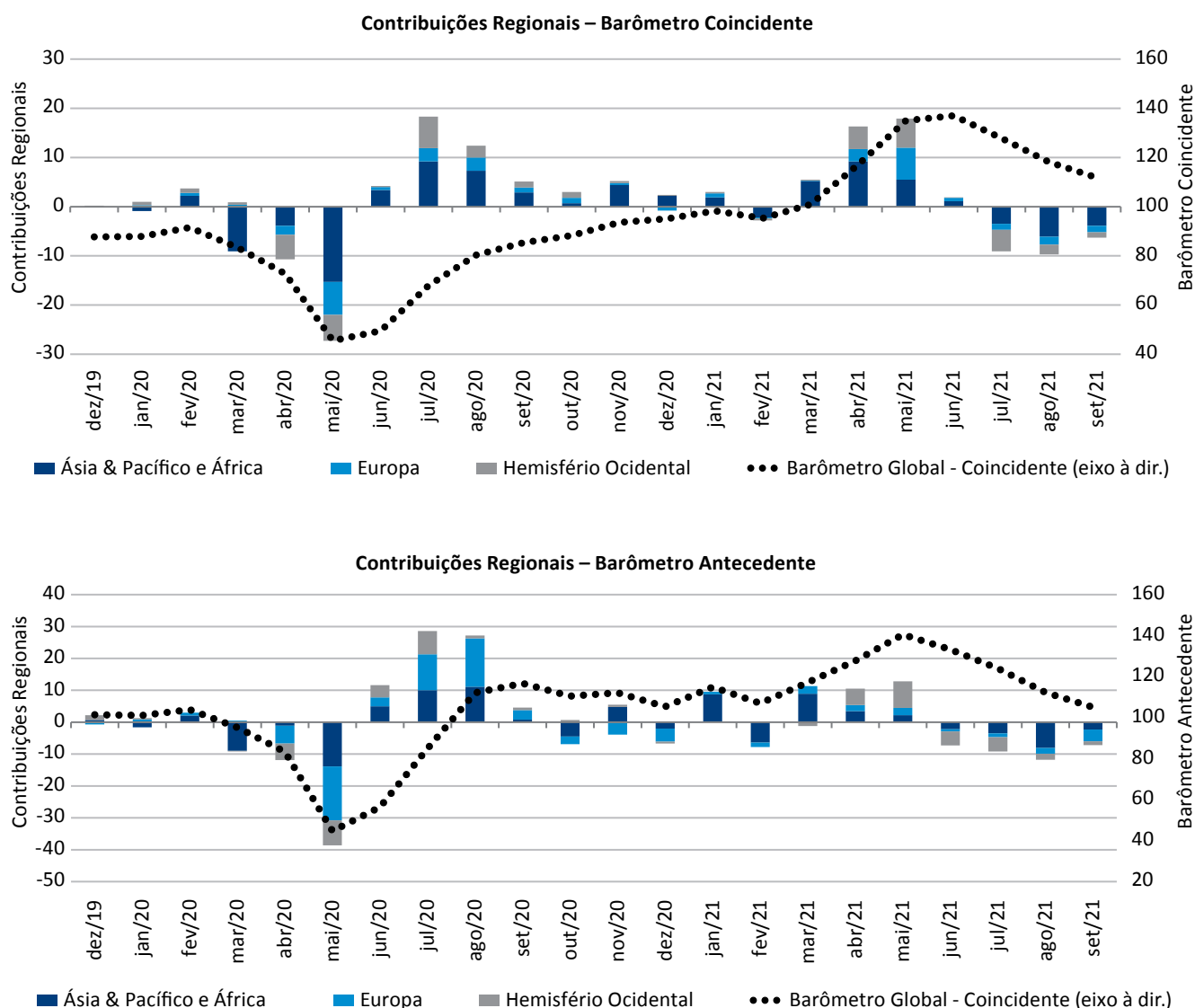
Enquanto problemas de oferta de insumos para a produção não parecem ser facilmente solucionáveis nos próximos meses, o setor de serviços ainda sofre os efeitos relativos às incertezas sobre a evolução da pandemia e a trajetória de elevações generalizadas nos preços para produtores e consumidores vem se mantendo. A mensagem dos Barômetros Globais reflete a tendência de desaceleração do nível de crescimento da atividade econômica nesse cenário.

### Evolução dos Indicadores regionais

Além da análise por horizonte temporal (presente e futura) e das aberturas setoriais, esse estudo também permite uma análise por grandes regiões mundiais (*Ásia & Pacífico e África, Europa e Hemisfério Ocidental*) e a contribuição destas para o resultado agregado.

Após atingirem o fundo do poço em maio de 2020, os indicadores coincidentes regionais evoluíram, na maioria das vezes, de forma positiva sob influência, principalmente, da região da *Ásia & Pacífico e África*. Já as contribuições regionais do indicador antecedente capturaram, ao longo de 2020 e 2021, as várias fases da pandemia: a eclosão da segunda onda de Covid-19 e suas mutações em diferentes variantes e as incertezas quanto à velocidade de recuperação da atividade, à medida que as campanhas de vacinação foram se tornando realidade nos países. Assim, movido a expectativas, as contribuições regionais para o resultado antecedente agregado foram bastante heterogêneas nesse período, a depender do desafio que cada região vivenciou à sua frente.

Gráfico 18: Barômetros Globais e Contribuições Regionais



Fonte: FGV IBRE e KOF, ETH Zurich. Elaboração: FGV IBRE.

Apesar das diferentes fases e desafios de cada região nesta fase de recuperação, a mensagem mais recente de desaceleração do crescimento mundial é percebida e disseminada de forma bastante homogênea entre os três indicadores regionais pesquisados dos Barômetros Antecedente e Coincidente. A recente queda foi motivada pela contribuição negativa das três regiões, com a contribuição acumulada dos últimos meses sendo mais intensa na região da *Ásia & Pacífico e África*, seguida pelo *Hemisfério Ocidental* e *Europa*, em ambos os horizontes dos indicadores.

A China tem contribuído para a queda nos resultados recentes dos indicadores regionais da *Ásia & Pacífico e África*, com maior influência no Barômetro Antecedente. Esse resultado é motivado pela piora do quadro da pandemia no país, que forçou uma desaceleração do crescimento chinês e levantou dúvidas quanto à recuperação da economia mundial.

**Tabela 4: Contribuições Regionais para a evolução dos Barômetros Globais**

Contribuições por Região para a evolução do Barômetro Global Coincidente				
Período	Contribuição por Região			Variação Mensal
	Ásia & Pacífico e África	Europa	Hemisfério Ocidental	Barômetro Global Coincidente
mar/21	5,2	0,1	0,2	5,6
abr/21	9,2	2,5	4,6	16,2
mai/21	5,5	6,5	5,9	17,9
jun/21	1,1	0,7	0,1	2,0
Contrib. Acum. Mar/21-Jun/21	21,0	9,8	10,8	41,7
jul/21	-3,5	-1,2	-4,4	-9,1
ago/21	-6,1	-1,6	-2,0	-9,8
set/21	-3,9	-1,3	-1,1	-6,3
Contrib. Acum. Jul/21-Set/21	-13,5	-4,1	-7,5	-25,2
Contrib. Acum. Mar/21-Set/21	7,5	5,7	3,3	16,5

Contribuições por Região para a evolução do Barômetro Global Antecedente				
Período	Contribuição por Região			Variação Mensal
	Ásia & Pacífico e África	Europa	Hemisfério Ocidental	Barômetro Global Antecedente
mar/21	8,9	2,4	-1,2	10,2
abr/21	3,5	1,9	5,1	10,5
mai/21	2,2	2,3	8,3	12,8
Contrib. Acum. Mar/21-Mai/21	14,6	6,6	12,2	33,5
jun/21	-2,2	-0,7	-4,4	-7,3
jul/21	-3,5	-1,3	-4,5	-9,2
ago/21	-8,1	-1,7	-1,9	-11,7
set/21	-2,3	-3,7	-1,2	-7,2
Contrib. Acum. Jun/21-Set/21	-16,1	-7,4	-12,0	-35,4
Contrib. Acum. Mar/21-Set/21	-1,5	-0,8	0,2	-1,9

Fonte: FGV IBRE e KOF, ETH Zurich.

Em síntese, pode-se avaliar que, tanto do ponto de vista setorial quanto regional, a economia mundial observará um crescimento mais lento no segundo semestre de 2021. O quadro é motivado pelo resultado pandêmico ainda instável e pelo avanço da vacinação pelo mundo sendo muito aquém do necessário. So-

mando-se a isso, questões relacionadas às pressões de custo, advindas da incompatibilidade entre a oferta e demanda de diversos insumos e bens intermediários, e a alta dos preços dos alimentos são, aparentemente, problemas transitórios, mas que sem os devidos cuidados podem ser fatores limitativos à recuperação sustentável de muitas economias.



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 Ildefonso 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 Srouf (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 20 de setembro 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](http://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>