

# Boletim MACRO

Junho 2022 • Nº 132

## Desaceleração à vista

Após um primeiro trimestre que confirmou resultado positivo para o crescimento do PIB de 1% (TsT), em linha com a previsão do Boletim Macro FGV IBRE de 0,9%, esperamos desaceleração da atividade econômica ao longo dos próximos trimestres e em 2023



## 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)

# Desaceleração à vista

Armando Castelar Pinheiro e Sílvia Matos

É verdade que o primeiro semestre deste ano tem sido marcado por bom desempenho da atividade, mas isso se deve a fatores temporários, como a reabertura da economia, a normalização dos serviços públicos, os estímulos fiscais e a expressiva alta nos preços das *commodities*. De fato, ainda que já antes avaliássemos que não haveria recessão na economia brasileira este ano, reconhecemos que a resiliência da atividade no curto prazo tem surpreendido.

Ocorre, porém, que são impulsos bem transitórios. Na ausência de novos estímulos, o que irá predominar cada vez mais é a política monetária crescentemente restritiva, que, como sempre, deverá impactar a economia com alguma defasagem.

Também a dinâmica econômica no resto do mundo irá contribuir para essa desaceleração. O crescimento econômico brasileiro no primeiro trimestre foi significativamente influenciado pelo quadro externo favorável, o qual não deve se manter nos próximos trimestres, pois a desaceleração esperada para a economia mundial também deve ser expressiva. Recentemente, a OCDE reduziu as perspectivas de crescimento mundial para 3% em 2022, ante projeção anterior de 4,5%. Para 2023, a previsão agora é de 2,8%.

O que se observa lá fora é efetivamente um cenário que também tem sido bem desfavorável para o controle da inflação. De fato, as pressões inflacionárias globais têm desencadeado reações nos principais bancos centrais do mundo. Em particular, o Banco Central Europeu (BCE) não apenas anunciou o fim do programa de compras de ativos, mas também vai iniciar o aperto monetário em julho. Adicionalmente realizou reunião extraordinária para avaliar as formas de conter o aumento da taxa de juros nos países periféricos da região. Por sua vez, o Fed confirmou o aumento da taxa de juros de 75 b.p. Em resumo, o movimento de subida de juros está se generalizando, e as condições monetárias internacionais estão ficando bem mais restritivas que o previsto pelo mercado.

Lá fora, como aqui, o aperto monetário vai contribuir para uma expansão mais lenta da atividade. Projeções para a inflação indicam uma taxa de quase 9% nos países da OCDE este ano, o dobro do projetado alguns meses atrás. Para enfrentar esse quadro, a OCDE recomenda que, mesmo a política monetária não podendo enfrentar os choques de oferta, ela deveria enviar sinais de que não permitirá a inflação se elevar ou se espalhar ainda mais. Ou seja, na maior parte das economias a normalização da política monetária deverá prosseguir nos próximos 18 meses, de acordo com o relatório.

O quadro atual é bem desafiador para os bancos centrais, pois a perspectiva da queda de juros vai demorar muito tempo para ser vislumbrada, visto que a inflação não deve ceder rapidamente, mesmo com a atividade econômica mais fraca.

Porém, mesmo com maior risco de recessão mundial, no curto prazo o crescimento global tem se mostrado resiliente, principalmente nos EUA e Europa. E, na China, a reabertura da economia e os estímulos do governo deverão evitar desaceleração mais forte, em linha com afirmações do primeiro-ministro Li Keqiang indicando que medidas pró-crescimento devem ser tomadas para garantir “crescimento econômico razoável”.

Esse cenário já estava bem mapeado pelos Barômetros Globais que, apesar de fecharem relativamente estáveis em junho, registraram quedas expressivas nos dois meses anteriores. O Barômetro Coincidente subiu um pouco em junho e sustenta nível compatível com o crescimento moderado da economia mundial no segundo trimestre. Já a estabilidade do Barômetro Antecedente no mês continua a refletir perspectiva pessimista para o crescimento econômico global nos próximos meses.<sup>1</sup>

Tudo isso faz com que o cenário externo para os países emergentes esteja mudando rapidamente, sendo que apenas para os países produtores de *commodities* há certa atenuação do choque negativo. Não se pode descartar crises de financiamento externo em algum dos países mais vulneráveis à forte redução da liquidez internacional.

No Brasil, o quadro se complica com a aprovação de desonerações tributárias para conter, principalmente, os preços dos combustíveis, o que não apenas elevou os riscos fiscais, como também deteriorou as expectativas inflacionárias para o ano que vem e impactou as ações da Petrobras. Em meio ao fortalecimento internacional do dólar, o real sofreu bastante, terminando a semana acima de R\$ 5,13/US\$, patamar bem superior ao registrado no final do mês de abril (R\$ 4,73/US\$). E a deterioração do quadro recente levou a autoridade monetária a sinalizar novo ajuste na taxa de juros, de igual ou menor magnitude, na próxima reunião em agosto.

Com as informações relativas ao segundo trimestre, revisamos a projeção de crescimento do PIB em 2022 de 0,7% para 0,9%, pois nossa avaliação é que o primeiro semestre deve ter crescimento um pouco mais robusto do que se esperava anteriormente. Apesar disso, esperamos forte contração da atividade no segundo semestre, e as projeções para o ano se mantêm abaixo de 1%. O impulso negativo que vem da política monetária mais apertada deverá ser sentido com mais intensidade nos próximos meses, pois a taxa de juros real entrou em patamar contracionista apenas no final de 2021.

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

- **Atividade econômica – página 7:** Em abril, como esperado, os indicadores de alta frequência mostraram desaceleração no ritmo de crescimento da economia. Com os serviços estagnados na margem, o varejo teve surpresa positiva, enquanto a indústria continuou a sofrer com gargalos de logística. Com isso, nosso cenário de crescimento do PIB para o segundo trimestre é de alta de 0,4% em relação ao primeiro trimestre de 2022. Avaliamos que ainda há espaço para recuperação de algumas atividades dos serviços. Porém, pelo lado da demanda, o consumo das famílias, mesmo crescendo também no segundo trimestre, deve ser fraco no fechamento do ano. Esperamos também contração dos investimentos no agregado de 2022. Em função desses fatores, e após a divulgação do PIB do primeiro trimestre, elevamos ligeiramente a previsão de crescimento para o ano, de 0,7% para 0,9%.
- **Expectativas de empresários e consumidores – página 9:** Os resultados de maio das sondagens mostram continuidade da recuperação da confiança empresarial e manutenção da confiança do consumidor em patamar baixo. Serviços, Comércio e Indústria puxam pelo lado empresarial, enquanto os consumidores ainda sentem os impactos da inflação elevada. Os dados prévios de junho registram cenário parecido, e, apesar da melhora, ainda é preciso cautela, dado que o ambiente macroeconômico se mostra desafiador. Com isso, é difícil imaginar cenário muito favorável para a confiança no segundo semestre de 2022.

<sup>1</sup>Os Barômetros Econômicos Globais são um sistema de indicadores que permite análise tempestiva do desenvolvimento econômico global. Eles representam colaboração entre o Instituto Econômico Suíço KOF da ETH Zurique, na Suíça, e a Fundação Getúlio Vargas (FGV). Ver [https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2022-05/barometros-globais-kof-fgv\\_press-release\\_06\\_2022.pdf](https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2022-05/barometros-globais-kof-fgv_press-release_06_2022.pdf).

- **Mercado de trabalho – página 11:** A PNAD Contínua divulgou, em sua edição de abril, taxa de desocupação de 10,5%, 0,4 ponto percentual abaixo do projetado pelo FGV IBRE. Com ajuste sazonal, registra-se nova forte queda do desemprego, de 10,7% para 10,3%. O recuo é explicado principalmente pela aceleração da geração de postos de trabalho informais. Adicionalmente, a taxa de participação também subiu, após seis meses de estabilidade. O Caged, por sua vez, teve saldo positivo pouco acima do projetado pelo FGV IBRE, de 196 mil (frente à projeção de 148 mil). Para maio, projeta-se saldo de 200 mil, o que, com ajuste sazonal, significa criação de cerca de 193 mil vagas.
- **Inflação – página 14:** O IPCA de maio surpreendeu o mercado, ao registrar variação abaixo da antecipada, conforme medida pela mediana das expectativas. No entanto, a média dos nove núcleos de inflação estimados pelo Banco Central (BC) registrou, em maio, a vigésima-primeira aceleração da taxa interanual, acumulando alta de 9,8%, em sinal de quanto a inflação está disseminada e persistente. Em resposta, o Copom, em sua 247ª reunião, elevou a taxa Selic de 12,75% a.a. para 13,25% e registrou em sua Ata a necessidade de novo ajuste na próxima reunião. Mesmo assim, a inflação prevista para 2022 avança para 9,2%. Para 2023, a estimativa avançou na direção de 4,5%, aproximando o IPCA do teto da meta de inflação do próximo ano, de 4,75%.
- **Política monetária – página 15:** No intervalo de tempo entre as duas últimas reuniões do Copom, a mediana das expectativas de inflação para 2023, no momento considerado o horizonte relevante, subiu de 4,1% para 4,7%. Ao mesmo tempo, de acordo com o modelo básico do BC, no cenário de referência, a inflação projetada passou de 3,4% para 4,0%. Por si só, tais informações parecem suficientemente relevantes para que consideremos acertada a decisão do BC de optar por “um novo ajuste [da taxa Selic], de igual ou menor magnitude”, na próxima reunião, algo que equivale a uma extensão do ciclo de aperto. Por certo, a porta não ficou fechada para ajustes adicionais, no futuro. Análise das circunstâncias que cercam o nosso processo inflacionário sugere que, ao BC, não caberia outro tipo de decisão.
- **Política fiscal – página 16:** A melhora dos indicadores fiscais na saída da pandemia é tão impressionante quanto controversa. A melhoria fiscal está evidentemente muito relacionada ao processo inflacionário. Com a normalização da inflação, deverá haver piora dos indicadores fiscais, pois a taxa real de juros será elevada e isso pressionará a despesa com juros e a dívida pública. O momento mais crítico para a consolidação fiscal ocorrerá exatamente nos próximos dois anos, e culminará com a possível revisão do marco fiscal e o aumento da taxa de juros real, que já está contratado. A situação fiscal é delicada, mas isso será transitório se a revisão do marco fiscal for capaz de reforçar, dentro da realidade política do país, o sentido de estabilidade necessário. Para isso, é preciso garantir que recursos extraordinários sejam bem utilizados, exatamente o oposto do que se pretende fazer no momento.
- **Setor externo – página 17:** A narrativa que suporta as otimistas projeções oficiais para o saldo comercial em 2022 parece ser frágil, já que, ao contrário do imaginado, os termos de troca estão em contração. Com resultados comerciais mais baixos, esperamos déficit de US\$ 10bi na conta corrente em 2022. O baixo valor a ser financiado não sugere problemas relevantes, mas o cenário é menos confortável do que a narrativa oficial sugere.
- **Internacional – página 21:** A mensagem básica da opção do Fed por acelerar o ritmo de ajuste da política monetária para 75 pontos, juntamente com outros sinais emitidos na entrevista pós-FOMC do presidente Powell, é no sentido de que a instituição parece acreditar que somente um aperto monetário severo será capaz de trazer a inflação para a meta, objetivo que se pretende perseguir com firmeza. Essa é a luta que o

Fed parece disposto a enfrentar. O fato de a inflação nos EUA ter se tornado uma espécie de inimigo público número 1 dá certo conforto à autoridade monetária para seguir em frente. Para a sociedade como um todo, é fundamental debelar a inflação. Nada funciona a contento numa sociedade onde a inflação se mostra excessiva. Contudo, como é usual, colocar as coisas nos eixos tem um custo. A determinação do Fed provavelmente acarretará piora das condições financeiras internacionais e aumento do risco de recessão nos EUA em 2023.

- **Observatório político – página 23:** O Observatório Político, de autoria do pesquisador Octavio Amorim Neto, tem como título “A Crise do PSDB”. A implosão da candidatura presidencial de João Doria tornou ainda mais aguda a grave crise pela qual vem passando o PSDB desde maio de 2017, quando eclodiu o escândalo envolvendo Aécio Neves. O recente deboche que Lula fez com os tucanos – afirmou que o “PSDB acabou” – é um equívoco deplorável para um candidato que precisa de uma frente ampla, não apenas para vencer a eleição presidencial, mas para tomar posse e governar. O fim do PSDB tornará a tarefa de Lula, caso eleito presidente pela terceira vez em outubro, muito mais difícil.
- **Em foco IBRE – página 24:** E, por fim, na Seção Em Foco, de autoria da pesquisadora Ana Maria Castelo, o tema é “Construção civil mantém crescimento, mas até quando?”.

# Atividade econômica

## Desaceleração da atividade neste segundo trimestre

Silvia Matos, Marina Garrido e Mayara Santiago

O resultado do PIB do primeiro trimestre, divulgado pelo IBGE no dia 2 de junho, veio em linha com as projeções do Boletim Macro. Apesar disso, alguns fatores temporários entraram em cena: forte contribuição externa para o crescimento, normalização mais acelerada dos serviços públicos e crescimento do setor de eletricidade, com a normalização das chuvas e redução da geração de energia via termelétricas.

Apesar do resultado em linha com o esperado, a divulgação do PIB do primeiro trimestre confirma que a economia teve um início de ano ligeiramente mais forte que o anteriormente projetado, principalmente no setor serviços. Com as informações relativas ao segundo trimestre, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB de 0,7% para 0,9%, pois a avaliação é de que o primeiro semestre deve ter resultado um pouco mais robusto do que se esperava inicialmente. Apesar disso, esperamos forte contração da atividade no segundo semestre, e as projeções para o ano se mantêm abaixo de 1%.

Observando-se os indicadores de alta frequência referentes ao mês de abril, é possível notar que o ritmo do crescimento visto no primeiro trimestre parece estar começando a perder a força. Em particular, em abril a indústria de transformação registrou crescimento de 0,1% MsM (-2,5% AsA). O setor teve em dez meses apenas três taxas positivas, considerando a última divulgação dos dados com ajuste sazonal. Nesse contexto, há desaceleração da demanda devido à inflação e ao aperto monetário, além de gargalos associados à falta de insumos para a indústria. Soma-se a isso a guerra na Ucrânia, que aumenta ainda mais os desafios enfrentados. Dessa forma, a indústria de transformação deve manter a tendência de queda até o final do ano.

O varejo ampliado, por sua vez, apresentou crescimento de 0,7% MsM (1,5% AsA) em abril. O cenário para o resto do ano é de que o setor varejista ande de lado, terminando 2022 com contração, por causa da inflação elevada e do aperto monetário em contexto de elevado endividamento das famílias – o que faz com que a demanda por bens, que depende mais de crédito, tenda a arrefecer.

O setor de serviços surpreendeu negativamente os analistas de mercado no mês de abril: com expectativa de crescimento em torno de 10,5% AsA, o resultado foi 9,4% AsA (0,2% MsM). Essa surpresa negativa em abril indica que a recuperação do setor apresenta sinais de desaceleração. O destaque positivo foi de serviços prestados às famílias, que ainda se encontram 9,6% abaixo do patamar pré-pandemia (fevereiro de 2020); em abril, a categoria registrou crescimento de 1,9% MsM (60,8% AsA). Para exemplificar a tendência de recuperação que a categoria vem apresentando, podemos comparar os resultados de março dos serviços prestados às famílias ao pior momento observado na segunda onda da pandemia (março de 2021). Em abril de 2022, essa atividade se encontrava 66% acima do nível de março de 2021.

E, por fim, o IAE-FGV mostrou queda de 0,1% em relação ao mês anterior e de 4,3% se comparado com abril de 2021. Portanto, vemos o IAE indicar desaceleração no ritmo de crescimento, assim como os outros indicadores de alta frequência divulgados pelo IBGE. O resultado está em linha com o cenário de retomada da economia já antecipado pelo Boletim Macro IBRE, mas mostra recuperação menos forte do que a do início do ano. O monitor do PIB do FGV IBRE vai na mesma direção ao apontar um crescimento de 0,3% se comparado com o mês de março e 3,6% se comparado a abril de 2021.

Nosso cenário é de ritmo mais contido de crescimento para esse trimestre e contração para o segundo semestre, porque há muitas incertezas na economia, sejam internas ou externas. Assim, nossa projeção de crescimento no segundo trimestre é de 0,4% (2,0% AsA), e mantemos a perspectiva de retomada do setor de serviços para 2022, com recuo da indústria de transformação e do comércio. Dados alguns fatores temporários favoráveis, que ficaram claros após a divulgação do PIB, revisamos ligeiramente a nossa projeção do PIB para o ano fechado de 2022, de 0,7% para 0,9% (ver Tabela 1).

Em grande medida a revisão se deu pelo comércio, que teve queda menor do que a esperada no primeiro trimestre, e serviços de administração pública, que tiveram crescimento maior do que o esperado no 1º tri.

Pelo lado da oferta, a indústria deve crescer no segundo trimestre (0,5% TsT e -0,2 AsA), apesar da contração na indústria de transformação, cuja participação chega a mais de 50% do total do setor.

Ainda pelo lado da oferta, o setor de serviços deve ter leve contração na margem, -0,3% TsT (2,4% AsA), tendo como destaques negativos as atividades de outros serviços e transportes na comparação dos dados com ajuste sazonal, depois do forte crescimento no primeiro trimestre. Apesar disso, essas atividades devem crescer muito acima do PIB este ano – devido à normalização da economia – e explicam, em grande medida, o bom desempenho do setor de serviços como um todo, que deverá encerrar o ano com crescimento de 1,6%, acima do PIB agregado.

Nossos indicadores mostram que a massa ampliada de rendimentos deve crescer no segundo trimestre, graças à liberação do FGTS, ao adiantamento do 13º salário para aposentados e pensionistas do INSS e aos reajustes salariais para servidores públicos estaduais e municipais. Com isso, o consumo das famílias deve crescer 0,7%, em linha com a recuperação do consumo de serviços.

Ainda pelo lado da demanda, o investimento deve mostrar recuperação parcial da forte queda registrada no trimestre anterior, 2,5% TsT, mas deve se contrair em 4,2% em 2022. O setor externo não deve mais contribuir positivamente com o PIB. As exportações devem recuar 3,7% TsT (6,1% AsA), e as importações devem ter resultado superior: esperamos crescimento de 2,1% TsT (-7,7% AsA) no segundo trimestre. E por fim, o consumo do governo deve também crescer 0,6% na margem.

O cenário de crescimento para 2022 é fraco, com a já citada projeção abaixo de 1%, devido aos diversos fatores mencionados anteriormente. Devemos ter continuação das tendências do final de 2021, com a indústria ainda sofrendo com o atraso na normalização das cadeias de suprimentos. Já pelo lado da demanda, com a alta dos juros e as incertezas eleitorais, o investimento deve recuar no ano e o consumo das famílias tende a desacelerar, após a normalização da cesta de consumo, com forte retomada de serviços em detrimento a bens. Com a demanda doméstica estagnada, a demanda externa ganhou protagonismo no início do ano e deve contribuir positivamente para o PIB este ano.

**Tabela 1: PIB projeções**

Atividades	2022.II (TsT)	2022.II (AsA)	2022
Consumo das Famílias	0.7%	2.9%	1.4%
Consumo do Governo	0.6%	2.8%	1.3%
Investimento	2.5%	-1.7%	-4.2%
Exportação	-3.7%	-6.1%	3.0%
Importação	2.1%	-7.7%	-3.2%
<b>PIB</b>	<b>0.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.9%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>Indústria</b>	<b>0.5%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>
Extrativa	10.6%	3.5%	2.1%
Transformação	-1.0%	-3.3%	-2.7%
Eletricidade e Outros	-4.7%	0.5%	2.6%
Construção Civil	-2.2%	2.5%	3.2%
<b>Serviços</b>	<b>-0.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.6%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: FGV IBRE.



# Expectativas de empresários e consumidores

## Confiança empresarial avança, mas a dos consumidores continua muito baixa

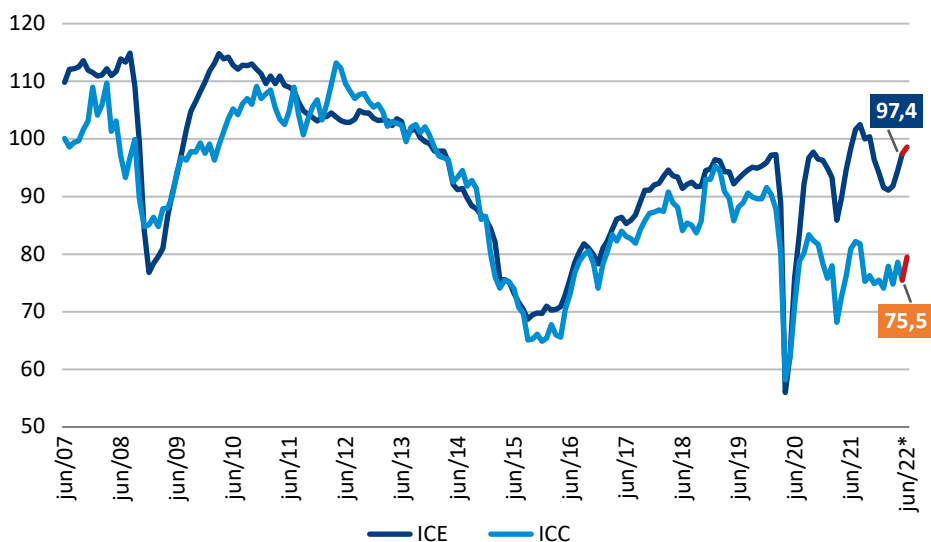
Aloisio Campelo, Rodolpho Tobler e Viviane Seda

Em maio, os índices de confiança empresarial (ICE) e do consumidor (ICC) voltaram a caminhar em sentidos opostos. Por um lado, a confiança das empresas manteve a trajetória de recuperação pelo terceiro mês consecutivo, influenciada pelo aumento da mobilidade, avaliações favoráveis em relação e pelo maior equilíbrio dos estoques na indústria. Por outro lado, a confiança dos consumidores recuou, mantendo a rotina de oscilações dentro de uma faixa muito baixa, entre 74 e 80 pontos, observada desde setembro do ano passado e que ocorre tanto nas faixas de renda mais altas quanto nas baixas. Com isso, a distância entre o ICE e o ICC chegou a 21,9 pontos no mês, ficando próxima ao recorde histórico de setembro de 2021 (24,7 pontos).

Uma prévia feita em junho, com resultados até o dia 13 deste mês, sinaliza continuidade da tendência de recuperação da confiança empresarial, disseminada em todos os principais setores. Já a confiança do consumidor sobe, mantendo o cenário de oscilações reportado acima, sem tendência clara. A melhora do mercado de trabalho, a liberação de recursos do FGTS e o adiantamento do 13º de aposentados e pensionistas no início do segundo trimestre podem ter contribuído para esse resultado.

**Gráfico 1 Índices de Confiança Empresarial e dos Consumidores**

(Com ajuste sazonal, em pontos – Em vermelho os dados prévios de junho)



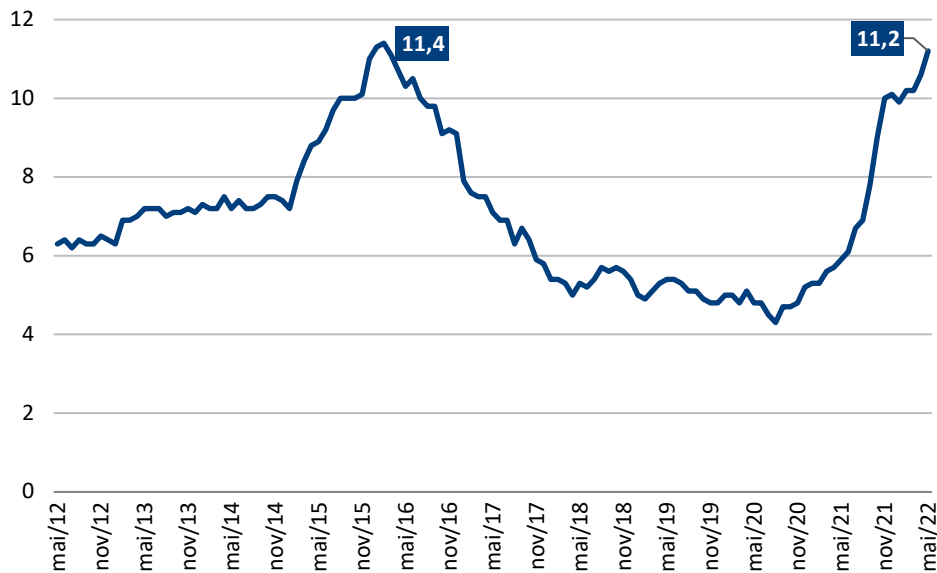
Fonte: FGV IBRE.

Apesar dos melhores números esboçados pela prévia para junho, a rota da confiança dos consumidores é incerta daqui para a frente. Fatores negativos como inflação e juros elevados e a incerteza diante das eleições tendem a conter alta mais expressiva ainda este ano.

Em maio, a expectativa de inflação dos consumidores para os 12 meses seguintes foi de 11,2%, o maior valor desde fevereiro de 2016 (11,4%). Esse resultado parece refletir o resultado do Índice de Preço do Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em 12 meses, que registra números em dois dígitos há nove meses. É também sinal da percepção de persistência inflacionária pelos consumidores, fator de risco à desejada ancoragem de expectativas pelo Banco Central. Além do impacto direto na percepção de poder de compra pela população, a inflação tem provocado queda nos rendimentos médios reais do trabalho, afetando negativamente a confiança.

**Gráfico 2 Mediana da expectativa de inflação para os próximos 12 meses**

(Com ajuste sazonal, em percentual)

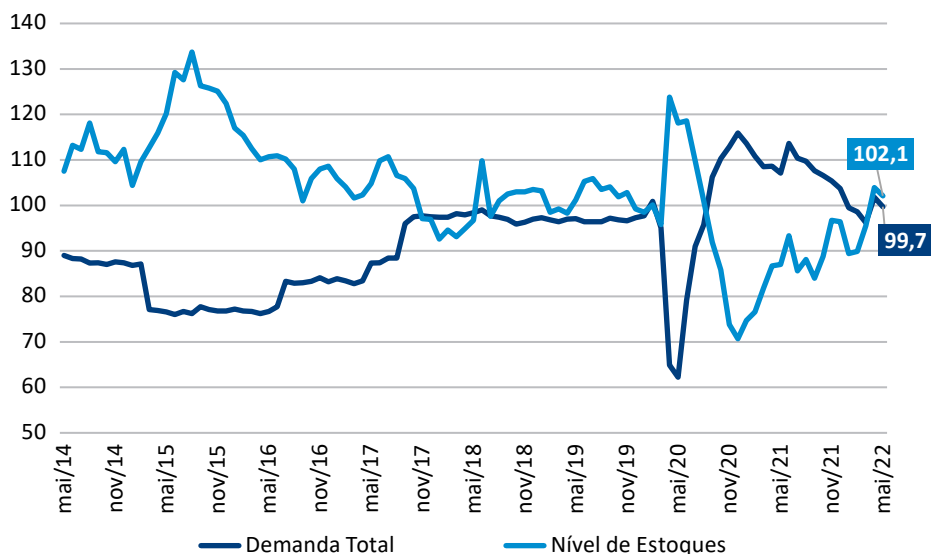


Fonte: FGV IBRE.

Pelo lado empresarial, a melhora nos últimos meses tem sido heterogênea entre os setores. O setor de Serviços puxa a retomada, ainda influenciado pela recuperação da confiança nos segmentos de *Serviços Prestados às Famílias* e de *Transportes*, alguns dos que mais sofreram nos piores momentos da pandemia. Já a Indústria, que vinha passando por fase de desaceleração, começa a dar sinais mais positivos ao longo do segundo trimestre. Essa melhora tem sido influenciada por curiosa combinação de normalização dos estoques em ambiente de demanda interna relativamente fraca e demanda externa forte. De qualquer forma, em abril e maio, o nível de estoques superou 100 pontos, ficando acima do nível de demanda pela primeira vez desde 2020.

**Gráfico 3 Indicadores de Nível de Estoques e de Demanda na Indústria**

(Com ajuste sazonal, em percentual)



Fonte: FGV IBRE.

Apesar dos resultados positivos sugeridos na prévia feita em junho, ainda é preciso cautela. Pelo lado dos consumidores, o nível tende a se manter baixo e sem clara tendência de alta para os próximos meses. Pelo lado empresarial, a retomada parece mais consistente, mas ainda existem muitos fatores de risco no cenário nacional e internacional. O ambiente macroeconômico ainda se mostra desafiador e com isso é difícil imaginar cenário muito favorável para a confiança no segundo semestre de 2022.

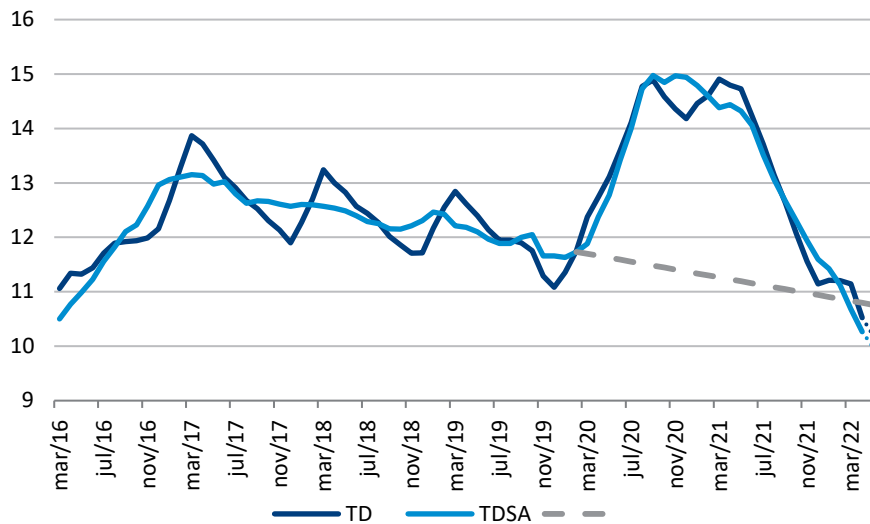
## Mercado de trabalho

Desemprego surpreende novamente, puxado por aceleração de ocupações informais, gerando também aumento de participação. Caged segue pouco acima do projetado, abrindo quase 200 mil vagas

**Daniel Duque**

O IBGE divulgou a edição de abril da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), na qual o trimestre móvel da taxa de desemprego fechou em 10,5%, significativamente abaixo do projetado pelo FGV IBRE, de 10,9%. Em termos dessazonalizados, o percentual caiu de 10,7% para 10,3% entre a edição divulgada e a anterior. A rápida e forte redução se iniciou em abril de 2021, fazendo com que o desemprego esteja atualmente em nível semelhante ao do início de 2016, e abaixo do projetado pela tendência pré-pandemia. Para maio, projeta-se que a taxa irá cair para 10,2%, o que, com ajuste sazonal, significa pouco menos de 10%.

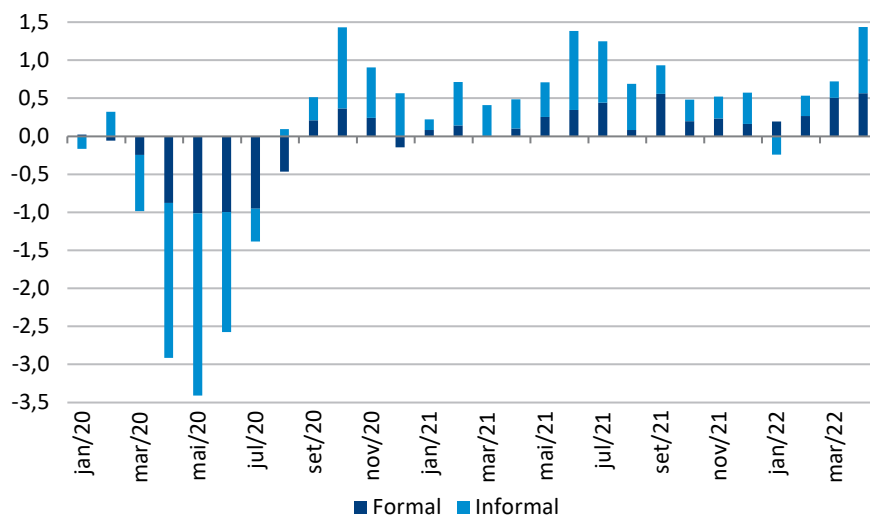
**Gráfico 4: Taxa de Desemprego 2020-22 (em %)**



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

A alta do emprego na PDADC de abril foi puxada principalmente por trabalhadores informais, como mostra o gráfico abaixo, relacionado à série mensalizada. Enquanto formais mantiveram a geração alta do mês anterior, em torno de 500 mil, os informais passaram de geração de cerca de 250 mil para mais de 870 mil, o que, por si só, já representaria alto crescimento da PO total.

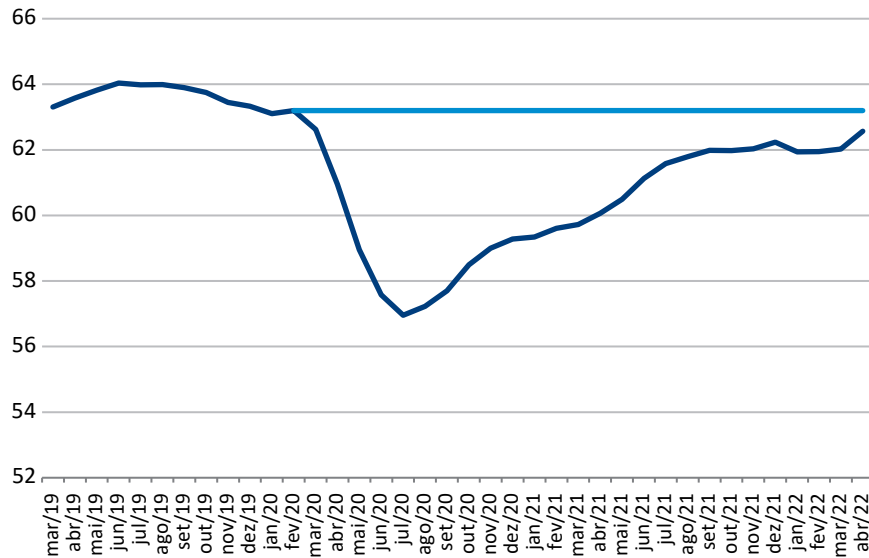
**Gráfico 5: Geração de ocupações entre informais e formais, com ajuste sazonal (série mensalizada)**



Fonte: PNADC Trimestral. Elaboração: FGV IBRE.

A taxa de participação, por sua vez, também voltou a subir nessa última edição – após cerca de seis meses de estabilidade –, de 62% para 62,6%. Com isso, a taxa se aproxima de seu nível pré-pandemia, de 63,2% – ou seja, com nova elevação de mesma magnitude, o percentual se tornaria equivalente ao de fevereiro de 2020.

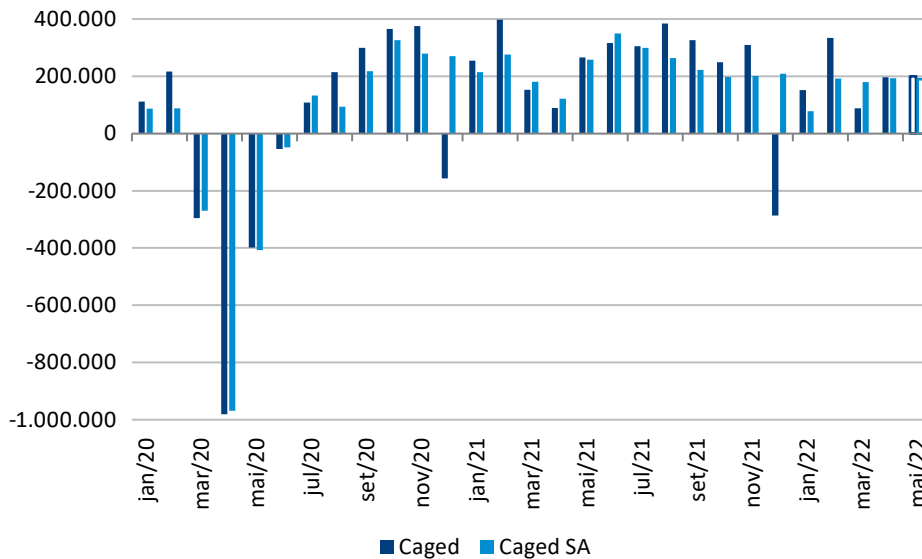
**Gráfico 6: Queda da Taxa de Desocupação decomposta entre aumento da População Ocupada e Força de Trabalho**



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

O Caged, por fim, mostrou em abril geração de 196 mil vagas, pouco acima do projetado pelo FGV IBRE, de 148 mil. Com ajuste sazonal, o saldo foi de cerca de 193 mil. Para maio, projeta-se criação de 200 mil postos de trabalho, o que corresponde a cerca de 190 mil quando aplicado ajuste sazonal.

**Gráfico 7: Saldo de Vagas do Caged em 2020-22**



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

# Inflação

## Inflação segue persistente

André Braz

O IPCA de maio surpreendeu o mercado ao registrar variação abaixo da antecipada pela mediana das expectativas. Enquanto o mercado esperava variação em torno de 0,6%, o índice oficial subiu 0,47%. Apesar de abaixo do esperado, uma rápida análise do resultado nos faz concluir que não há muito o que comemorar.

O índice de difusão – que mede o percentual de bens e serviços com aumento de preços –, apesar de ter registrado ligeira desaceleração, sustenta-se acima de 70%, indicando que as pressões inflacionárias continuam muito disseminadas, especialmente levando em conta o índice de difusão sem os alimentos, que se mantém em 78% nos dois últimos meses.

A média dos nove núcleos de inflação estimados pelo Banco Central (BC) registrou, com a divulgação do IPCA de maio/22, a vigésima-primeira aceleração da taxa interanual, que passou de 4,5% em maio de 2021 para 9,8% em maio de 2022, mostrando o quanto a inflação está disseminada e persistente.

Em resposta, o Copom, em sua 247ª reunião, elevou a taxa Selic de 12,75% a.a. para 13,25% e registrou em sua Ata a necessidade de novo ajuste na próxima reunião.

Não por acaso, as pressões que promoveram o espalhamento da inflação seguem no radar. Os preços da energia, ainda que tenham recuado pelo fim da cobrança extra nas contas de luz, continuam a impulsionar a inflação com o fôlego dos reajustes que vêm ocorrendo este ano, todos próximos de 20%. Da mesma forma, os combustíveis fósseis, sobretudo o diesel, complementam as pressões de custos de produção e frete, incrementando os preços de bens duráveis e serviços por toda a cadeia produtiva.

A redução dos impostos sobre os combustíveis, sem considerar futuros embaraços fiscais, pode aliviar parcialmente as tensões inflacionárias acumuladas entre os energéticos. Todavia, os preços do petróleo estão em torno de US\$ 120,00 o barril e seguem em aceleração, reflexo de crises globais que parecem sem data para terminar. Assim, os preços dos combustíveis devem subir nos próximos meses, diminuindo o efeito esperado diante da redução do ICMS.

Incertezas seguem ameaçando a inflação no Brasil: guerra, pandemia, eleições e juros em alta nos EUA, país em que, aliás, registrou-se elevação da taxa básica de 0,75 ponto percentual (p.p.) na reunião de maio do comitê de política monetária, a maior alta em uma só reunião desde 1994. Esses fatores tornam mais incerta a tendência da inflação brasileira nos próximos meses.

Segundo, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-10) de junho, as tensões continuam. As taxas acumuladas em 12 meses para Matérias-primas derivadas do petróleo – fertilizantes (92,4%), querosene para aviação (81,9%) e óleos lubrificantes (20,69%) – para as quais não há regulação nos preços, seguem em elevação, pressionando custos industriais que, por sua vez, sustentam repasses que chegam ao consumidor.

Ainda de acordo com o IPA-10 de junho, afora os derivados do petróleo, vários componentes apresentaram acréscimo nos preços de maio/22 para junho/22, mantendo suas taxas em 12 meses acima da inflação média acumulada pelo IPA, de 10,27%. Bens de consumo duráveis (de 0,39% para 1,67%; 12,63% em 12 meses), materiais e componentes para a construção (de 1,18% para 1,45%; 14,56% em 12 meses) e componentes para a manufatura (de 0,88% para 1,21%; 16,03% em 12 meses) são alguns destaques.

Para junho, o Monitor da Inflação do FGV IBRE antecipa para o IPCA alta em torno de 0,7%. Se a taxa se confirmar, interrompe-se momentaneamente a continuidade da desaceleração da taxa em 12 meses, que

passará de 11,7% para 11,9%. Só a partir de julho, dada a magnitude das variações registradas pelo IPCA no segundo semestre de 2021, a taxa interanual voltará a registrar desaceleração.

A inflação prevista para 2022 avança para 9,2%, estimativa que não considera a redução do ICMS. Se aprovada, a medida poderá desacelerar o IPCA em aproximadamente um ponto percentual. Para 2023, a estimativa também avança na direção de 4,5%, aproximando o IPCA do teto da meta de inflação do próximo ano, de 4,75%.

## Política monetária

### Rigorosamente acertada a decisão do BC de estender o ciclo de ajuste da taxa Selic

José Júlio Senna

Na margem, números mais baixos de inflação mensal certamente representam um bom sinal. Contudo, o ritmo de crescimento dos preços no Brasil permanece muito elevado, ao mesmo tempo em que o processo inflacionário parece bem disseminado. O índice de difusão referente ao IPCA cheio encontra-se próximo de 72,0%. Em 12 meses, as medidas de núcleo da inflação oscilam em torno de 10,0% ao ano.

Quando se examina o comportamento da inflação recorrendo-se a médias móveis trimestrais, percebe-se com clareza a gravidade do quadro inflacionário. Sob essa métrica, e partindo-se de variações mensais dessazonalizadas, os preços livres e o IPCA pleno crescem a um ritmo anualizado de 16,4% e 15,3%, respectivamente. Aplicado à média das cinco principais medidas de núcleo da inflação, esse tipo de cálculo indica 13,3% ao ano.

Sob o regime de meta de inflação, o Banco Central toma suas decisões de olho nas projeções oficiais de crescimento dos preços para o horizonte relevante de política monetária e no balanço de riscos em torno dessas projeções. Isso significa que, sob o regime mencionado, as autoridades monetárias dispõem de significativo espaço para exercer o seu próprio julgamento a respeito dos fatores que supostamente tendem a influenciar o comportamento dos preços mais adiante. E é ótimo que seja assim. Bancos centrais precisam ter liberdade para interpretar as circunstâncias do momento e agir de acordo com suas convicções.

Uma das variáveis mais importantes com as quais o BC alimenta os seus modelos de projeção é a expectativa de inflação. A esse respeito, as informações mais recentes revelam que, no intervalo de tempo entre as duas últimas reuniões do Copom, a mediana das expectativas de inflação para 2023, no momento considerado o horizonte relevante, subiu de 4,1% para 4,7%, certamente uma alta não desprezível.

De acordo com o modelo básico do BC, e considerando-se o cenário de referência, a inflação projetada passou de 3,4% para 4,0%, variação essa igualmente significativa.

Diante de tudo isso, parece corretíssima a decisão do BC de optar por “um novo ajuste [da taxa Selic], de igual ou menor magnitude”, na próxima reunião, algo que equivale a uma extensão do ciclo, expressão esta que o Copom preferiu descartar. Por certo, a porta não ficou fechada para ajustes adicionais, mais adiante.

Embora o Copom tenha preferido não falar em assimetria no balanço de riscos, à semelhança do que fizera na reunião anterior, os itens destacados nessa parte da análise não parecem trazer tranquilidade. Afinal, o BC fala da maior persistência das pressões inflacionárias globais, das incertezas quanto ao futuro da nossa política fiscal,

do comportamento dos preços das *commodities* e do ritmo da atividade econômica doméstica. Afirmar que esses fatores de risco passaram a representar ameaça maior às projeções de inflação talvez fosse realmente um exagero, mas parece certo de que exigem atenção redobrada, a julgar pelos desdobramentos mais recentes.

## Política fiscal

### As três etapas da consolidação fiscal

Manoel Pires

A melhora dos indicadores fiscais na saída da pandemia é tão impressionante quanto controversa. A dívida pública, que terminou 2020 em 88,6% do PIB, atingiu 78,3% do PIB em abril, última informação disponível. Esse número contrasta fortemente com as projeções que sugeriam, durante o ápice da pandemia, que o país quebraria o limite psicológico para a dívida pública de 100% do PIB.

A melhoria fiscal está evidentemente muito relacionada ao processo inflacionário: as despesas reais são corroídas mais rapidamente e a arrecadação cresce acima do PIB, pois a inflação se deu preponderantemente sobre bens e serviços que possuem carga tributária média mais elevada. Além disso, o lucro das empresas estatais, notadamente do setor de petróleo, impulsiona a arrecadação governamental. O economista Bráulio Borges, meu colega na FGV IBRE, estima que arrecadação federal ligada ao setor extrativo atingirá 2,3% do PIB este ano, vindo de 1% do PIB em 2018.

O quanto dessa “surpresa fiscal” pode ser considerada permanente? Essa resposta não é fácil, mas vai depender: (i) de como a normalização da inflação vai afetar a arrecadação do governo, ou seja, se ela vai ocorrer mantendo a atual estrutura de preços relativos, que é mais favorável, ou se irá resultar em uma redução da arrecadação, o que é o mais provável e; (ii) como o governo vai usar o excedente fiscal para compensar a sociedade pela perda de poder de compra e se isso vai significar algum grau de indexação do orçamento para os próximos anos.

Nesse sentido, é importante observar que a indexação do orçamento está sendo evitada, apesar de o governo utilizar as contas fiscais dos Estados para financiar a política macroeconômica, como no caso dos combustíveis, o que possui um custo fiscal elevado. O desfecho desse processo trará maior precisão sobre a situação real das contas públicas para o início da segunda etapa da consolidação.

Com a normalização da inflação, a segunda etapa deverá trazer piora dos indicadores fiscais, pois a taxa real de juros será elevada e isso pressionará a dívida pública. A intensidade desse processo tem surpreendido negativamente a maior parte dos analistas e também será influenciada pela elevação das taxas de juros internacionais. Por fim, espera-se que haja revisão do arcabouço fiscal, que resultará em algum aumento da despesa primária no curto prazo. A consolidação dessa segunda etapa ocorrerá ao longo dos próximos dois anos e vai ser necessário ter bastante calma em um processo que está sujeito a solavancos.

A terceira etapa terá início com o crescimento da arrecadação estrutural (em vez de transitório, como observamos atualmente) ligada ao setor extrativo. Estudo de Bráulio Borges publicado no Observatório de Política Fiscal (<https://bit.ly/3tglBIP>), mostra, a partir de premissas conservadoras, que essa arrecadação crescerá e deverá ser superior a 2% do PIB a partir de 2027, mais do que o dobro do que se arrecadou na década passada, dando importante contribuição ao processo de consolidação fiscal.



Recentemente, o governo enviou ao Congresso Nacional projeto de lei que autoriza antecipar parte desses recursos do petróleo. A antecipação desses recursos pode criar ilusão fiscal de curto prazo e muito possivelmente levará a gastos questionáveis como os que estão sendo promovidos no presente momento. Isso deveria ser evitado.

O momento mais crítico desse processo ocorrerá exatamente nos próximos dois anos e culminará com a possível revisão do marco fiscal e o aumento da taxa de juros real, que já está contratado. A situação fiscal é delicada, mas isso será transitório se a revisão do marco fiscal for capaz de reforçar, dentro da realidade política do país, o sentido de estabilidade necessário e que passa por garantir que esses recursos extraordinários sejam bem utilizados, exatamente o oposto do que o governo pretende fazer no momento.

## Setor externo

### Modulando o otimismo oficial

Livio Ribeiro

No Boletim Macro de fev/22, destacamos que as projeções oficiais para o resultado da balança comercial, fosse pelo regime SISCOMEX ou pela metodologia utilizada pelo Banco Central, nos pareciam ser excessivamente otimistas. Na verdade, a visão oficial para o resultado em conta corrente de 2022 era não menos do que fantástica: de acordo com a projeção do Banco Central em seu Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de mar/22, atingiríamos superávit em conta corrente de US\$ 5,0bi neste ano (+0,2% do PIB), o primeiro resultado positivo desde 2007.

A tabela abaixo condensa as principais projeções oficiais para a balança comercial de 2022, seja no regime SISCOMEX (Economia), seja no regime do balanço de pagamentos (BCB). Há questões metodológicas que explicam números tão distintos<sup>2</sup>, mas não muda o fato de que os atores governamentais esperam portentosos superávits comerciais este ano.

**Tabela 2 Projeção de saldo comercial**

(SISCOMEX vs. BCB, 2022)

	SISCOMEX	BCB
<b>Balança comercial</b>	<b>111,6</b>	<b>83,0</b>
<i>Exportações</i>	<i>348,8</i>	<i>328,0</i>
<i>Importações</i>	<i>237,2</i>	<i>245,0</i>

Fonte: SISCOMEX e Banco Central do Brasil.

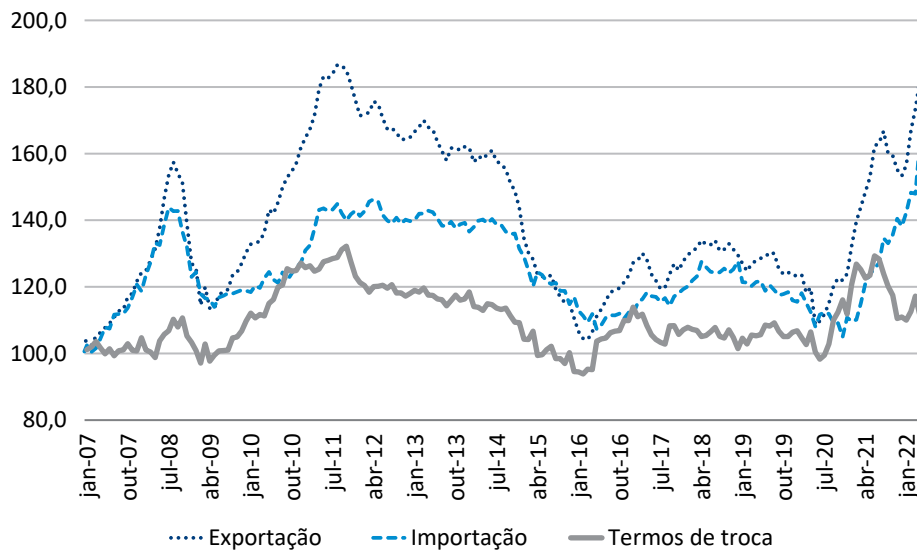
<sup>2</sup>Como explicado, em detalhes, na seção de setor externo do Boletim Macro de fev/22, intitulada “Incerteza na tradução”. Disponível em <https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>

A narrativa para resultados tão espetaculares não era construída pelo lado dos volumes, ou seja, não se esperava um fabuloso crescimento relativo do quantum exportado frente ao importado – ainda que, para todos os efeitos, a contribuição do setor externo ao PIB fosse positiva (ou seja, com crescimento do volume exportado superior ao do volume importado) e se tivesse certo otimismo com as implicações, em termos de demanda por produtos brasileiros, da crescente tensão geopolítica na Europa.

Da mesma forma, não há relato de que os atores supracitados esperassem relevante depreciação da taxa de câmbio real efetiva, fator que ajudaria a estimular as exportações líquidas. Com inflação crescente, aqui e lá fora, e grandes movimentos relativos entre as moedas globais, de fato seria temerário concentrar as fichas em preços relativos que estão sendo afetados, e ainda passarão, por inúmeros choques.

Para todos os efeitos, grande parte do fantástico resultado está associado à expectativa de forte choque positivo nos termos de troca, ou seja, um aumento relativo importante dos preços dos produtos exportados (frente aos importados) pela economia brasileira. Nas palavras do Ministério da Economia, em pronunciamento do início de abril de 2022<sup>3</sup>, “o conflito entre Rússia e Ucrânia levou a um aumento de preços, gerando expectativa de valor exportado mais elevado”. O comportamento recente dos termos de troca (utilizando dados do ICOMEX-FGV, com informações compiladas até maio de 2022) pode ser observado no gráfico abaixo.

**Gráfico 8 Termos de troca**  
(2006=100)



Fonte: FGV ICOMEX.

Ao contrário do que sugere a narrativa oficial (e que tem sido muito utilizada por analistas de mercado), não ocorreu aumento dos termos de troca em 2022: o acumulado dos primeiros cinco meses do ano mostra recuo de 9,0% em relação ao mesmo período de 2021. Em linha com a narrativa oficial, de fato ocorreu grande aumento dos preços de exportação – e estes hoje se encontram em seu máximo histórico, corroborando um cenário de valor exportado recorde.

<sup>3</sup>Disponível em <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2022-04/ministerio-eleva-para-r-1116-bi-projecao-de-superavit-comercial>

O problema da narrativa oficial está do lado das importações, ao não reconhecer que o crescimento de seus preços tem sido ainda mais expressivo que os das exportações no passado recente. Com isso, os termos de troca (a relação entre preços de exportação e de importação) não sobem e os efeitos sobre o saldo comercial são muito menos intensos do que uma leitura apressada do cenário sugeriria.

É importante notar que o momento atual é, de fato, *sui generis*: elevações dos preços de *commodities* costumam estar associadas a fortes altas dos termos de troca brasileiros, já que somos exportadores líquidos, e também se associam, usualmente, a fortalecimentos da taxa de câmbio (nominal e real). Na atual conjuntura, não ocorre nem uma coisa nem outra, ao menos na magnitude esperada pelo imaginário comum.

O efeito composição importa, com os choques em curso tendo impacto, no geral, mais intenso sobre os preços de produtos que importamos. Exemplos práticos são abundantes: os preços de fertilizantes sobem mais do que os de produtos agrícolas, o preço do trigo sobe mais do que o da soja, os preços de produtos refinados de petróleo sobem mais do que os de petróleo cru, e assim por diante.

Reconhecendo que os termos de troca são menos positivos do que se imagina, seria necessário voltarmos aos outros vetores determinantes do comércio exterior para racionalizar uma grande explosão do saldo comercial este ano.

Do lado do crescimento relativo, o mundo claramente entra em fase de desaceleração, seja engendrada por políticas públicas (a redução do impulso e a retirada dos estímulos monetários), seja devido a choques exógenos que afetam a estrutura de absorção (a questão sanitária na China e a incerteza sobre a capacidade de rápida retomada econômica posterior). Já do lado da taxa de câmbio, até temos um cenário central de depreciação nominal da moeda, derivado de um mundo mais desafiador e de uma visão mais preocupada sobre o balanço de riscos domésticos. Porém, como nossa inflação interna é mais elevada do que a observada na imensa parte de nossos parceiros comerciais, os efeitos sobre a taxa de câmbio real efetiva são fortemente minimizados.

Estamos convictos de que o cenário oficial para os saldos comerciais é excessivamente benigno, e precisará ser reduzido, principalmente, frente a um desempenho mais intenso dos valores importados. A comparação entre as nossas projeções e os números oficiais mais recentes, em cada metodologia específica, pode ser observada abaixo.

**Tabela 3 Projeção de saldo comercial**  
(FGV vs. projeções oficiais, 2022)

	SISCOMEX		BCB	
	Economia	FGV IBRE	BCB	FGV IBRE
<b>Balança comercial</b>	<b>111,6</b>	<b>70,8</b>	<b>83,0</b>	<b>57,9</b>
<i>Exportações</i>	348,8	319,9	328,0	322,7
<i>Importações</i>	237,2	249,1	245,0	264,8

Fonte: SISCOMEX e Banco Central do Brasil.

Com saldos comerciais muito menores, não é surpresa que a nossa visão sobre o resultado de conta corrente seja bem menos otimista do que a estimada pela autoridade monetária – e, de novo, ficaremos muito surpresos se os números oficiais não forem revistos para baixo em breve. Cabe notar, também, que a visibilidade das informações do setor externo brasileiro está prejudicada pela longa greve dos servidores do

Banco Central, o que faz com que tenhamos enorme defasagem na divulgação dos dados – sendo os últimos disponíveis referentes a fev/22.

Isso posto, estimamos déficit em conta corrente de US\$ 10,1bi (-0,6% do PIB) em 2022, resultado sensivelmente menor do que a estimativa oficial de superávit de US\$ 5,0bi. Como se pode notar na tabela abaixo, a imensa parte da diferença está na balança comercial, ainda que existam algumas divergências também na balança de serviços e rendas. Mesmo que tenhamos déficit em conta corrente, o pequeno valor a ser financiado não sugere quaisquer problemas relevantes no setor externo brasileiro – ao menos neste momento.

**Tabela 4 Projeção de conta corrente**

(FGV vs. BCB, US\$bi e % do PIB, 2022)

	BCB	FGV
	RTI mar/22	mai/22
<b>Conta corrente</b>	<b>5,0</b>	<b>-10,1</b>
Balança comercial	83,0	57,9
<i>Exportações</i>	328,0	322,7
<i>Importações</i>	245,0	264,8
Pagamento de juros	-26,0	-24,6
Viagens	-7,0	-5,7
Lucros e dividendos	-30,0	-25,7
Fretes		-6,8
Outros serviços e rendas primárias	-15,0	-8,7
Renda secundária		3,5
<b>Conta corrente (%PIB)</b>	<b>0,2%</b>	<b>-0,6%</b>

Fonte: FGV e Banco Central do Brasil.

É de se notar, no entanto, que as condições de custo de capital estão mudando no mundo e que haverá maior diferenciação, e maior escrutínio, nos fluxos de investimento daqui em diante. A situação geral segue confortável (esperamos acumulação de reservas de aproximadamente US\$ 15bi neste ano), ainda que menos do que a narrativa oficial sugere.

## Internacional

### A determinação do Fed de combater a inflação possivelmente agravará as condições financeiras internacionais e produzirá recessão nos EUA em 2023

José Júlio Senna

Os mercados futuros de juros anteciparam corretamente a decisão do comitê de política monetária dos Estados Unidos, o chamado FOMC, no tocante à alta de 75 pontos da taxa de Federal Funds. O detalhe é que os preços futuros sinalizavam também elevada probabilidade de o mesmo ritmo ser repetido por ocasião do encontro de julho, algo compreensível, pois os guidances recentes fornecidos pelo Comitê referiam-se às reuniões de junho e julho, e envolviam movimentos de igual magnitude, de 50 pontos cada.

O movimento de julho ficou em aberto, podendo ser de 50 ou 75 pontos. Fica claro, portanto, que o Fed quis acelerar o ritmo dos ajustes de política monetária requeridos pelas circunstâncias. Em entrevista coletiva pós-FOMC, à guisa de justificativa para essa iniciativa, Powell destacou a divulgação, poucos dias antes da reunião, de inflação pior que o esperado (CPI de 1,0% em maio, elevando a taxa de 12 meses do índice cheio para 8,6% e a do núcleo para 6,0%) e sinais de deterioração das expectativas de inflação de longo prazo – referência, possivelmente, ao fato de as expectativas de inflação de consumidores (para o horizonte de 5 a 10 anos) pesquisadas pela Universidade de Michigan terem subido de 3,0% para 3,3%, entre maio e junho, sinalizando risco significativo de desancoragem dessas expectativas. Acrescentou que, na hipótese de não acelerar o ajuste para 75 pontos neste mês de junho, o Comitê teria de esperar seis semanas para revelar sua reação a essas novidades. De qualquer modo, o chairman da instituição classificou de “incomumente alto” o ritmo de 75 pontos, ao qual não pretende recorrer muitas vezes.

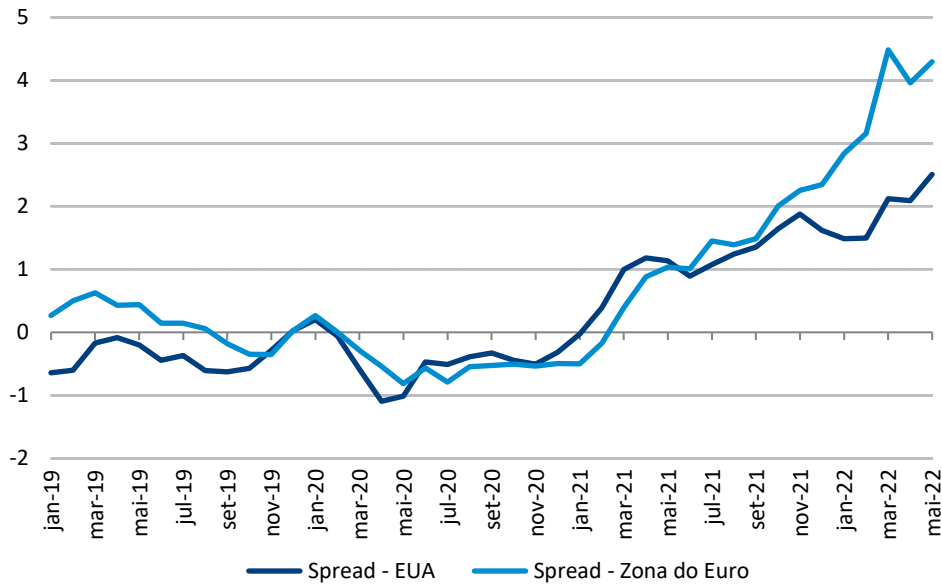
A opção pela aceleração neste mês tem significado importante, especialmente se vista em conjunto com o tom utilizado por Powell durante a entrevista coletiva e com a própria informação sobre a mediana das estimativas dos membros do FOMC de alta dos juros no corrente ano, que subiu de 1,9% para 3,4%. Pode ser que esses 3,4% sejam insuficientes para trazer a inflação para 2,6%, como expresso no sumário das projeções econômicas divulgadas junto com o comunicado do Fomc. De fato, na entrevista, Powell esclareceu que a Fed Funds Rate poderá atingir nível ainda mais alto do que o acima mencionado. A mensagem que se tira é no sentido de que o Fed parece não apenas acreditar realmente que somente um aperto monetário severo será capaz de trazer a inflação para a meta, mas também está firmemente decidido a cumprir esse objetivo.

Como é notório, o fenômeno inflacionário atual tem escala mundial e diferentes fontes de pressão sobre os preços de bens e serviços. De um lado, com mais vigor em alguns países do que em outros, temos a expansão fiscal e monetária usada para combater os efeitos recessivos imediatos da pandemia, com desdobramentos que, de um modo ou de outro, ainda se fazem sentir nos dias de hoje; de outro lado, temos o surgimento dos gargalos de oferta e as pressões sobre os preços de produtos físicos derivadas da preferência das famílias por adquirir menos serviços e mais bens, além dos choques que afetaram os mercados de *commodities* em geral, petróleo em particular. A invasão da Ucrânia agravou tudo isso, com destaque para a alta dos preços de energia e grãos.

O ponto relevante aqui tem a ver com o fato de que, nos Estados Unidos, as medidas de inflação plena e nuclear revelam números bem próximos entre si, especialmente quando comparados aos da zona do euro, por

exemplo. O gráfico 9 mostra os spreads entre essas duas medidas nas duas regiões mencionadas, ilustrando a observação acima, de que nos EUA o spread é menor.

**Gráfico 9 Spread: CPI vs. CPI núcleo (em pontos percentuais) – EUA e Zona do Euro**



Fontes: Eurostat; Fed St. Louis; U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

Tal constatação sugere que, nos EUA, a inflação nuclear tem um peso bastante expressivo no processo como um todo, certamente maior do que na zona do euro, onde os choques, em especial de energia, têm sido particularmente relevantes. Larry Summers tem dado grande contribuição para o entendimento desse fenômeno, destacando que os núcleos elevados têm a ver com pressões sobre o mercado de trabalho. Tais pressões têm feito os salários nominais subirem a um ritmo aproximado de 6,0% ao ano, compatível, portanto, com uma inflação de 5,0% a.a. Como as medidas nucleares de inflação oscilam em torno desse patamar, temos aí uma boa pista acerca da intensidade da inflação que precisa ser combatida.

Essa é a luta que o Fed parece realmente disposto a enfrentar. O fato de a inflação nos EUA ter-se tornado uma espécie de inimigo público número 1 dá certo conforto à autoridade monetária para seguir em frente. Para a sociedade como um todo, é claramente fundamental debelar a inflação. Nada funciona a contento numa sociedade onde a inflação se mostra excessiva. Contudo, como é usual, colocar as coisas nos eixos tem um custo. A determinação do Fed provavelmente acarretará piora das condições financeiras internacionais e aumento do risco de recessão nos EUA em 2023.

# Observatório político

## A Crise do PSDB

Octavio Amorim Neto – Professor da FGV EBAPE

A implosão da candidatura presidencial de João Doria tornou mais aguda ainda a grave crise pela qual vem passando o PSDB desde maio de 2017, quando da eclosão do escândalo envolvendo Aécio Neves – ex-governador de Minas, ex-presidente da Câmara dos Deputados e candidato do partido ao Palácio do Planalto em 2014 – com o empresário Joesley Batista, um dos donos da JBS.

O início da crise em 2017 é um dado irônico porque, em 2016, os tucanos estavam em ascensão. Afinal, haviam voltado a ocupar ministérios importantes com a posse de Temer na presidência, vindo também a ser um dos grandes vencedores das eleições municipais naquele ano.

A partir do escândalo, uma série de fiascos e passos surpreendentes tornaram-se a tônica do PSDB. É fundamental rememorá-los para que se tenha a devida dimensão dos erros cometidos pelos líderes da agremiação e de como seu declínio parece irreversível.

Em primeiro lugar, em 2018, pela primeira vez desde 1994, o PSDB não foi um dos dois principais partidos a disputar as eleições presidenciais, tendo perdido o lugar para Bolsonaro. De maneira surpreendente, algumas das mais relevantes seções estaduais da sigla e seus respectivos líderes se associaram explicitamente a Bolsonaro, a começar por João Doria em São Paulo e Eduardo Leite no Rio Grande do Sul. Ou seja, um partido que havia nascido com orientação social-democrática – e que, depois, se tornara a nau capitânia da direita democrática – aceitou apoiar e ir a reboque de um político de extrema-direita e defensor ardente de ditaduras.

Ato contínuo, no primeiro ano da presidência de Bolsonaro, em 2019, os parlamentares, governadores e prefeitos tucanos ou apoiaram explicitamente o ex-capitão do Exército ou foram ambíguos e tépidos nas críticas que lhe dirigiram. Não se registram críticas dignas de nota do PSDB à extensa militarização do governo e politização das Forças Armadas sob Bolsonaro. *Nota bene*: foi sob o governo de um dos fundadores do PSDB, Fernando Henrique Cardoso, que se criou o Ministério da Defesa (em 1999), o qual tinha por objetivo fundamental submeter a caserna à autoridade de políticos democraticamente eleitos. Tal qual acontecera com as privatizações e o fator previdenciário, os tucanos jamais se esforçaram para defender, de maneira crível, um dos grandes legados dos dois mandatos de FHC.

Apenas em 2020, com a pandemia e o negacionismo de Bolsonaro, alguns – repita-se, alguns – próceres do PSDB, finalmente, se levantaram para fazer real oposição a um presidente que ameaçava permanentemente as instituições e a Constituição Federal. Destaque-se aqui o então governador João Doria.

Todavia, em agosto de 2021, nada menos do que 44% dos deputados federais do PSDB em plenário votaram a favor do projeto de emenda constitucional em prol do voto impresso, proposta política central do bolsonarismo. À época, apenas os cegos não viram a enorme incoerência que o vultoso respaldo do tucanato ao bolsonarismo criara para os então pré-candidatos da sigla ao Planalto, Eduardo Leite e João Doria.

As primárias do PSDB, realizadas em novembro de 2021 e vencidas por João Doria, serviram apenas para aprofundar a crise. Diz-se que, por não haverem levado a sério seu resultado, os tucanos estão hoje à deriva, uma vez que acabaram repudiando um governador muito bem-sucedido na gestão do maior estado da Federação. Alega-se, ademais, que o conflito incontornável entre a seções mineira e paulista da sigla solapou de vez qualquer possibilidade de ação coletiva eficaz. Sustenta-se, por último, que o fosso que se gerou, ao longo

dos últimos anos, entre uma base eleitoral conservadora e uma liderança partidária mais progressista é a raiz estrutural do desmoronamento da agremiação. Não à toa, hoje, junho de 2022, o PSDB não tem mais candidato à presidência. É a primeira vez que isso ocorre desde a criação do partido em 1988.

Não é preciso ser analista político profissional para ver a decadência do PSDB. Os historiadores do futuro debaterão as causas principais dessa espantosa debacle. Os fatores citados no parágrafo acima foram certamente relevantes, mas, para o autor desta coluna, a adesão de parcela substancial do partido a Bolsonaro em 2018 – e entusiástica no caso de João Doria – é condição suficiente para seu fracasso atual. Não se abdica da própria identidade impunemente. Um partido que se quer democrático não se junta à extrema-direita autoritária sem arriscar o suicídio. Ser kamikaze é opção, não destino.

O recente deboche que Lula fez com os tucanos – afirmou que o “PSDB acabou” – é um equívoco deplorável para um candidato que precisa de uma frente ampla não apenas para vencer a eleição presidencial, mas para tomar posse e governar.<sup>4</sup> Não deveria jamais ter feito tal afirmação, porque o fim do PSDB, tal qual se o conheceu até 2017, é também uma tragédia para a democracia, uma vez que significa o fim de uma organização partidária que conseguiu conter os ímpetos autoritários da direita brasileira. O fim do PSDB tornará a tarefa de Lula, caso eleito presidente pela terceira vez em outubro, muito mais difícil.

*Este artigo expressa a opinião do autor, não representando necessariamente a opinião institucional da FGV.*

## Em foco IBRE

### Construção civil mantém crescimento, mas até quando?

Ana Maria Castelo

No primeiro trimestre de 2022, o PIB da construção aumentou 0,8% na comparação com o mesmo período do ano passado, consolidando um ciclo de sete trimestres consecutivos de expansão. Assim, o efeito carregamento, que já veio de 2021, passou agora para 4,4%. Ou seja, se o setor se sustentar no mesmo patamar nos próximos trimestres, fechará dois anos de crescimento acima da economia e irá superar em 7% o nível alcançado em 2019.

Mas esse resultado traz consigo questionamento importante: o setor conseguirá se sustentar ou mesmo continuar crescendo ante o cenário bastante desafiador, de taxas de juros mais altas, inflação e preços dos materiais que se mantêm em elevação?

Para tentar responder, é preciso saber quais as forças estão sustentando essa expansão, que é bastante significativa.

Esperava-se queda na atividade setorial vinda especialmente na parcela do PIB que captura o lado não formalizado, que abrange obras de reformas e manutenção e a produção habitacional realizada diretamente pelas

<sup>4</sup>Ver “Após dizer que ‘PSDB acabou’, Lula muda o tom e afirma que país era feliz quando PT e tucanos rivalizavam”, O Globo, 01/06/2022, disponível em <https://oglobo.globo.com/politica/eleicoes-2022/noticia/2022/06/apos-dizer-que-psdb-acabou-lula-muda-o-tom-e-afirma-que-pais-era-feliz-quando-pt-e-tucanos-rivalizavam.ghtml>.



próprias famílias ou por pequenos empreiteiros. Essas atividades são mais sensíveis ao aumento dos preços e à queda da renda.

E houve, de fato, diminuição no ritmo delas já ao longo de 2021, que foi captada pelo volume de vendas do comércio varejista de materiais, para onde são canalizadas as compras das famílias. Em 2022, na comparação com 2021, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC-IBGE) apontou que as vendas do primeiro trimestre estão menores (-4,8%), o que confirma o efeito desse cenário mais adverso. No entanto, em relação ao mesmo período de 2019, o volume de vendas dos materiais ainda estava quase 12% maior e, na margem, houve crescimento de 1,3% em relação aos últimos três meses de 2021, feito o ajuste sazonal.

Esse desempenho do comércio varejista de materiais mostra resiliência das atividades de reformas e obras de manutenção, possivelmente relacionada ao bom desempenho recente do mercado imobiliário. Vale lembrar que o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo atingiu recorde de R\$ 165 bilhões em financiamentos para aquisição de imóveis no ano passado, sendo que 67% eram imóveis usados, que, em grande medida, ensejam alguma obra. Ou seja, há um efeito pós-vendas favorável sobre a atividade de reformas que está mitigando a queda das vendas de materiais, a despeito da elevação dos preços dos insumos.

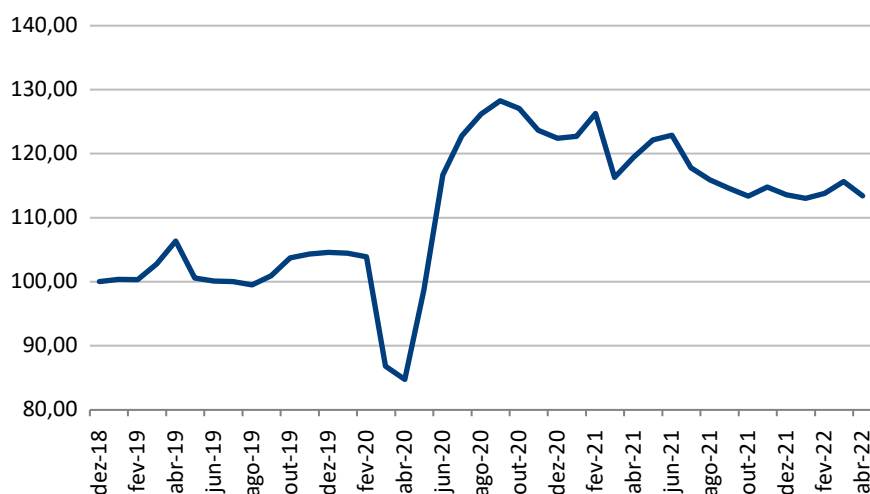
A alta significativa do emprego sem carteira pode ser também resultado dessa dinâmica: a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) apontou no primeiro trimestre variação de 15% no número de trabalhadores sem carteira em relação a 2021, o que representou acréscimo na ocupação de quase 200 mil pessoas.

Nesse cenário, a Confiança do Comércio Varejista de Materiais de Construção registra evolução positiva: a Sondagem da FGV mostrou que, desde dezembro, houve melhora da percepção das empresas em relação à Demanda Atual. Na comparação com dezembro, feito o ajuste sazonal, o Índice de Situação Atual (ISA) subiu 12,1 pontos e quase voltou ao nível de neutralidade (100 pontos). Vale a ressalva que ainda assim está 10,8 pontos menor que o patamar de maio de 2021.

Enfim, a importante parcela do PIB da construção refletida no consumo formiga está sofrendo os efeitos da conjuntura mais adversa, mas ainda se sustenta acima do patamar pré-pandemia.

### Gráfico 10 Volume de vendas do comércio varejista de materiais de construção, com ajuste sazonal

Índice base dez/18 = 100



Fonte: PMC (IBGE).

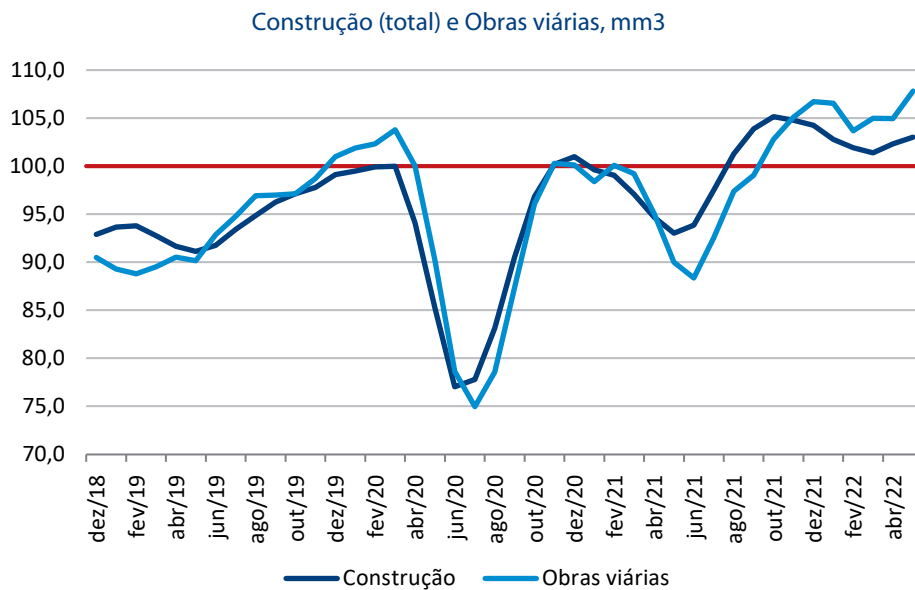
De todo modo, são as obras realizadas pelas empresas formalmente constituídas que estão fazendo a diferença em 2022. Os lançamentos e as vendas realizadas pelo mercado imobiliário, assim como as obras em infraestrutura, estão impulsionando o mercado de trabalho e a demanda por materiais, que é direcionada diretamente à indústria ou a grandes distribuidores.

O CAGED apontou que, entre janeiro e março, as construtoras/incorporadoras geraram saldo líquido positivo de 100,5 mil empregos, ou 16,3% do total da economia. Na comparação com 2021, houve aumento de 10,5% no total de trabalhadores. O segmento de edificações respondeu diretamente por 48% do saldo e o segmento de serviços, que compreende obras de preparação de terreno, instalações e acabamento, gerou mais 34%. A infraestrutura contratou 18% desse total.

Voltando à questão inicial, percebe-se que a atividade continua crescendo em 2022, impulsionada pelas obras do mercado imobiliário e pela infraestrutura. O setor vive ainda os efeitos do cenário de baixa taxa de juros, que prevaleceu até meados de 2021, e dos orçamentos estaduais direcionados para investimentos em infraestrutura em um ano eleitoral, que estão sendo canalizados especialmente para obras viárias.

Estimativas realizadas pela Inter.B Consultoria, a partir dos orçamentos de governos e dos planos de empresas concessionárias, arrendatárias etc., públicas e privadas, apontam que os investimentos em infraestrutura em 2022 devem atingir R\$ 151,2 bilhões, o que representa aumento real de 1,0% em relação a 2021. A Sondagem da Construção confirma uma percepção mais otimista das empresas de Obras Viárias.

**Gráfico 11 Evolução Recente da Atividade – Indicador padronizado, com ajuste sazonal\***



\*Faixa entre 100-110: sinaliza o período moderadamente otimista.  
 Faixa entre 90-100: sinaliza o período moderadamente pessimista.  
 Fonte: Sondagem da construção (FGV IBRE)

O CAGED de abril apontou outro saldo líquido da ordem de 25,3 mil postos no setor e o Indicador de Evolução Recente da Atividade da Sondagem da Construção, que se mantém acima da neutralidade desde julho de 2021, continuou registrando evolução positiva em abril e maio, corroborando a percepção de um ciclo em andamento.

No entanto, os desafios para garantir a continuidade do crescimento são muitos.

A começar pelas despesas das famílias: em abril a queda nas vendas de materiais anulou todo crescimento anterior. É possível que seja um efeito retardado da inflação setorial sobre as reformas. Pela importância do segmento no setor, essa reversão pode ter impacto importante nos resultados setoriais.

No mercado imobiliário, o ciclo de negócios dos últimos dois anos já tem sinais de mudança.

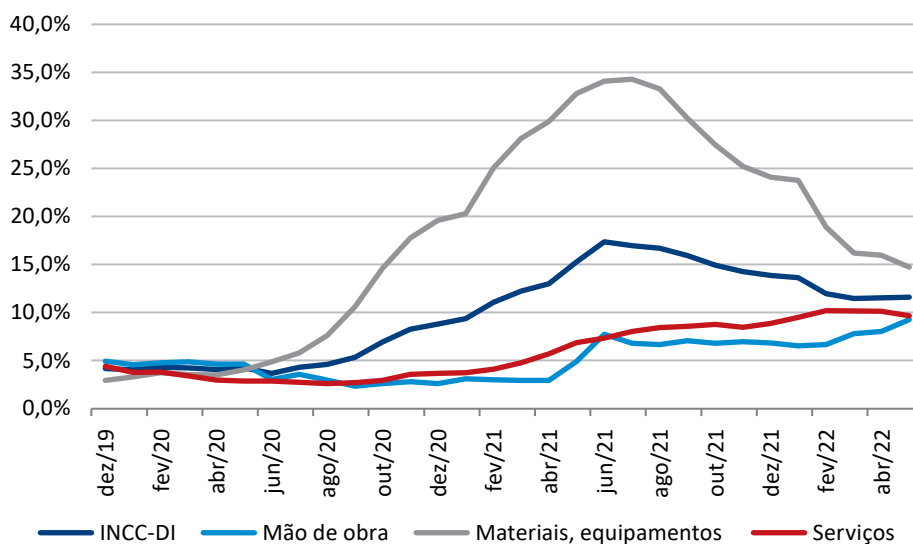
A contratação de crédito habitacional apresentou queda nos primeiros quatro meses: o número de unidades financiadas com recursos da poupança teve redução de 14% em relação a 2021. Um resultado que reflete tanto as condições mais restritivas da oferta como a piora na situação financeira das famílias, que perdem a capacidade de conseguir o financiamento.

Mesmo as contratações do FGTS, que têm taxas de juros menores e não sofrem influência da alta da Selic, registram queda no ano.

A conjugação de custos e preços de imóveis em ascensão tem tido reflexos nos novos negócios, atingindo fortemente demanda e oferta dos imóveis voltados para a habitação social, que representam a maior parte do mercado.

Em 12 meses até maio, o INCC-DI registra variação de 11,6%, abaixo do que foi observado em maio de 2021 (15,3%), mas as taxas mensais voltaram a acelerar com o fechamento dos acordos coletivos do primeiro semestre e os novos aumentos do aço e do cimento.

**Gráfico 12 INCC-DI e componentes, taxa acumulada em 12 meses**



Fonte: FGV IBRE.

Já no final do ano passado, a pesquisa da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC) captou queda nas vendas de novos imóveis no quarto trimestre, de cerca de 10% em relação ao quarto trimestre de 2020. Em 2022, no primeiro trimestre houve diminuição dos lançamentos realizados pelas empresas (-2,6%), na comparação com o mesmo trimestre de 2021.

O destaque negativo veio dos imóveis enquadrados no programa Casa Verde Amarela (CVA): tanto os lançamentos como as vendas caíram 25,6% e 3%, respectivamente, na mesma comparação com 2021.

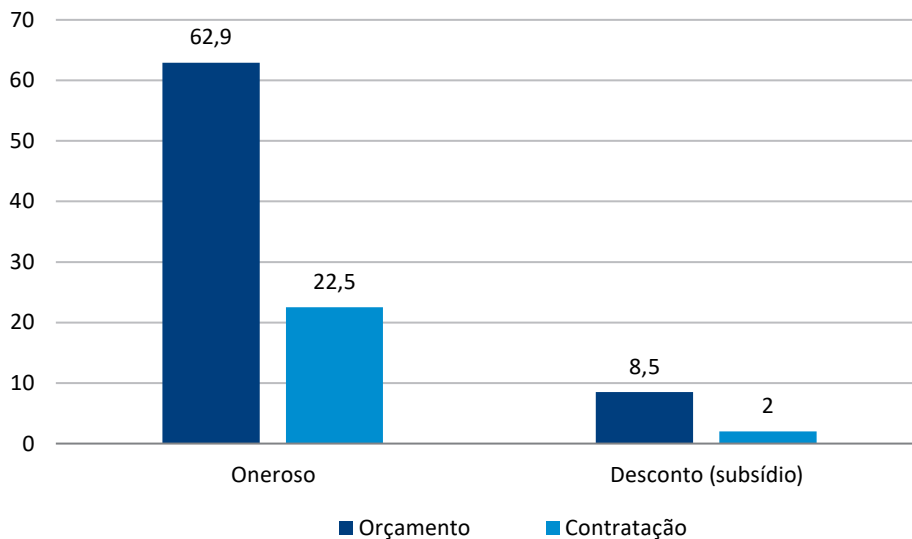
O desempenho dos negócios no âmbito do programa traduz as dificuldades com o aumento dos custos,

que vem inviabilizando a produção dentro do valor limite. Ao mesmo tempo, a renda em queda das famílias, que estão mais endividadas, compromete a capacidade de acesso ao recurso oneroso. Desde 2015, as contratações na faixa de menor renda, que dependem totalmente do subsídio vindo do OGU, vinham se reduzindo e, em 2020, o programa não realizou mais contratações para a Faixa 1. É o FGTS que tem sustentado tanto o financiamento quanto o subsídio (desconto).

O governo enfrenta dificuldade de contratar e executar o orçamento do FGTS previsto para o ano. Foram feitas algumas mudanças na curva de subsídio, para enquadrar famílias de maior renda, e no valor limite dos imóveis, mas que têm sido sobrepujadas pelo aumento dos custos e a piora nas condições financeiras das famílias.

**Gráfico 13 FGTS Orçamento e contratações, 2022**

Em R\$ bilhões\*



\*Atualizado em 09/06/22. Fonte: Ministério do Desenvolvimento Regional.

No que diz respeito à infraestrutura, é fato que ainda há todo um conjunto de novos investimentos por conta dos leilões de concessões realizados recentemente. Mas o aumento dos custos também impõe dificuldades à realização dos investimentos novos e em andamento. Há muitas demandas de reequilíbrio de contratos, com riscos de paralisações, assim como postergações de novos leilões. E, findo o ano eleitoral, os investimentos dos Estados devem minguar.

Portanto, é preciso ter claro que a expansão das atividades em 2022 ainda reflete o desempenho de negócios no mercado imobiliário dos últimos dois anos e o impulso das obras viárias.

Não podemos definir com exatidão até quando vai o fôlego do crescimento atual. O ciclo produtivo longo ajuda a estender os efeitos sobre a atividade, mas aumentam as evidências de que a elevação das taxas de juros e dos custos, as dificuldades financeiras das famílias e o aumento das incertezas podem minar as condições para sua sustentação.



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:** Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Francisco Oswaldo Neves Dornelles, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

### **Conselho Diretor**

**Presidente:** Carlos Ivan Simonsen Leal

**Vice-presidentes:** Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Francisco Oswaldo Neves Dornelles, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

**Vogais:** Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, Ernane Galvêas, José Ermírio de Moraes Neto, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Marcílio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

**Suplentes:** Aldo Floris, Alexandre Koch Torres de Assis, Antonio Monteiro de Castro Filho, Ary Oswaldo Mattos Filho, Carlos Eduardo de Freitas, Gilberto Duarte Prado, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Marcelo José Basílio de Souza Marinho, Willy Otto Jordan Neto

### **Conselho Curador**

**Presidente:** João Alfredo Dias Lins (Presidente em exercício)

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

**Vogais:** Antonio Alberto Gouvea Vieira, Cid Heraclito de Queiroz, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado do Rio Grande do Sul, Federação Brasileira de Bancos (Isaac Sidney Menezes Ferreira), IRB – Brasil Resseguros S.A. (Antônio Cássio dos Santos), Luiz Carlos Piva, Luiz Ildelfonso Simões Lopes, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maria Tereza Leme Fleury, Miguel Pachá, Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Resseguros e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo (Ronaldo Mendonça Vilela), Souza Cruz S/A (Jorge Iribarra)

**Suplentes:** Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, General Joaquim Maia Brandão Júnior, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Luiz Roberto Nascimento Silva, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Monteiro Aranha Participações S.A., Nilson Teixeira, Rafael Barreto, Ricardo Gattass, Sul América Companhia Nacional de Seguros (Patrick de Larragoiti Lucas)

### **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 Globais:** Túlio Barbosa

**Superintendência de Inovação:** Vagner Laerte Ardeo

**Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação:** André Lavinas

**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

## **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

Daniel Duque

José Júlio Senna

Lia Valls Pereira

Livio Ribeiro

Manoel Pires

Marina Garrido

Mayara Santiago

Rodolpho Tobler

Samuel Pessôa

Viviane Seda

### **Advertência**

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getulio 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 junho de 2022. 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.

# Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

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