

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

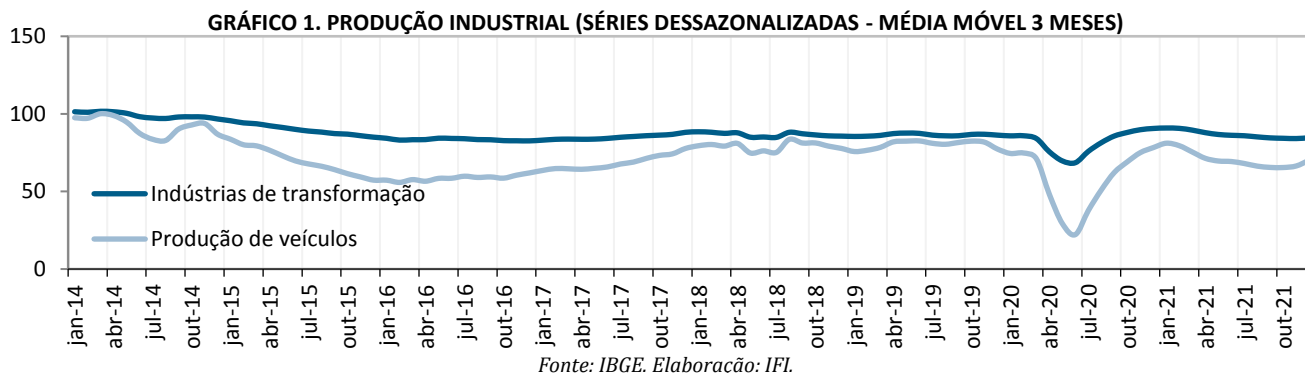
Dados de atividade econômica reforçam cenário de estabilidade para o PIB do quarto trimestre de 2021, compatível com crescimento no ano estimado pela IFI em 4,6%. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, avançou 0,3% na passagem de novembro para dezembro de 2021, na série com ajuste sazonal (Tabela 1), influenciado pelos números positivos da indústria, do comércio varejista e do setor de serviços. No trimestre encerrado em dezembro, o indicador ficou estável comparativamente ao trimestre encerrado em setembro, apontando variação nula para o PIB no período. Em 2021, o IBC-Br exibiu alta de 4,5%, após contração de 4,0% em 2020. Vale registrar que o resultado de dezembro deixou um efeito *carry-over* de 0,4% para 2022 – isto é, caso permanecesse estagnado ao longo deste ano, o índice fecharia o ano com variação de 0,4%.

TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)		
	out/21	nov/21	dez/21	2T/21	3T/21	4T/21
Produção industrial	-0,5%	0,0%	2,9%	-2,0%	-1,6%	0,0%
Vendas no varejo ampliado	-0,8%	0,7%	0,3%	-3,8%	-2,8%	-1,9%
Volume de serviços	-1,6%	2,7%	1,4%	0,9%	-0,1%	0,4%
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	-0,1%	0,5%	0,3%	-0,3%	-0,4%	0,0%

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Produção industrial avança 2,9% entre novembro e dezembro, mantendo-se estável no encerramento do quarto trimestre. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria geral aumentou 2,9% na passagem de novembro para dezembro (na série com ajuste sazonal), refletindo o bom desempenho da indústria extrativa (1,6%) e da indústria de transformação (2,2%), com destaque para o setor automotivo (12,2%). No mês anterior, a variação nula (0,0%) havia interrompido uma sequência de cinco meses de queda na produção, período em que o índice acumulou perda de 3,3%. No trimestre encerrado em dezembro, o indicador ficou estável comparativamente ao trimestre encerrado em setembro. Em 2021, a produção registrou variação positiva de 3,9%, sem, no entanto, recuperar as perdas de 2019 (-1,1%) e 2020 (-4,4%). O Gráfico 1 exibe a tendência dos índices das indústrias de transformação e da produção de veículos através da média móvel de três meses.

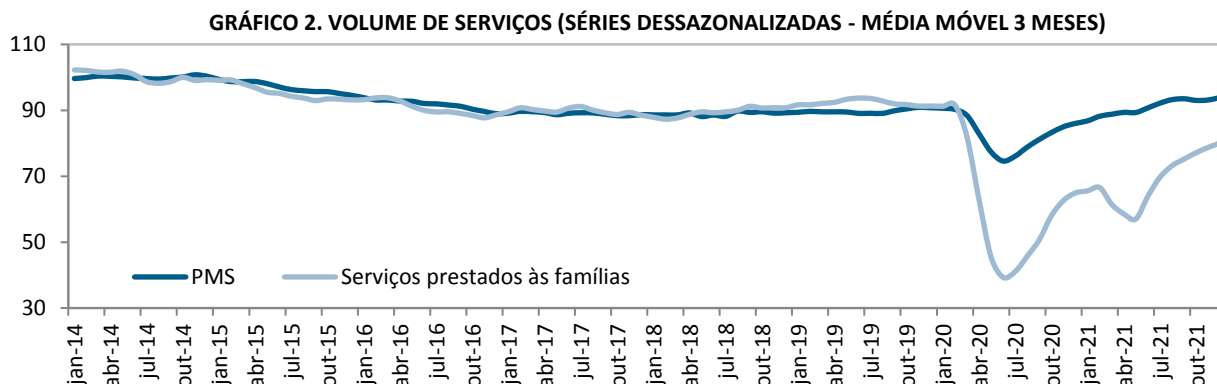


Confiança da indústria recua pelo sexto mês consecutivo. Apesar do avanço da produção em dezembro, as incertezas trazidas pelo recrudescimento da pandemia sobre a organização das cadeias produtivas sugerem que ainda é prematuro prever uma reversão da tendência de enfraquecimento do setor. Nesse sentido, vale registrar que o Índice de Confiança da Indústria (ICI), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 1,7 ponto percentual entre dezembro e janeiro, passando de 100,1 para 98,4 pontos na série com ajuste sazonal. A queda do ICI refletiu a piora de seus dois componentes: o índice de expectativas diminuiu 2 pontos na passagem de dezembro para janeiro, enquanto o índice de situação atual apresentou redução de 1,2 ponto. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci), por outro lado, avançou de 79,7% para 80,7% na mesma comparação. Isso indica, em algum grau, recuperação da atividade no setor industrial.

Varejo ampliado avança pouco em dezembro e encerra o quatro trimestre com variação de - 1,9%. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio) cresceu 0,3% entre novembro e dezembro no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção. A abertura da pesquisa permite destacar o desempenho positivo das vendas de “artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos” (3,2%) e de “veículos, motos, partes e peças” (1,2%). No mês anterior, o índice havia crescido 0,7%. No trimestre encerrado em dezembro, de todo modo, o indicador recuou 1,9% comparativamente ao trimestre encerrado em setembro. Em 2021, as vendas tiveram alta de 4,5%, após ter recuado 1,4% em 2020.

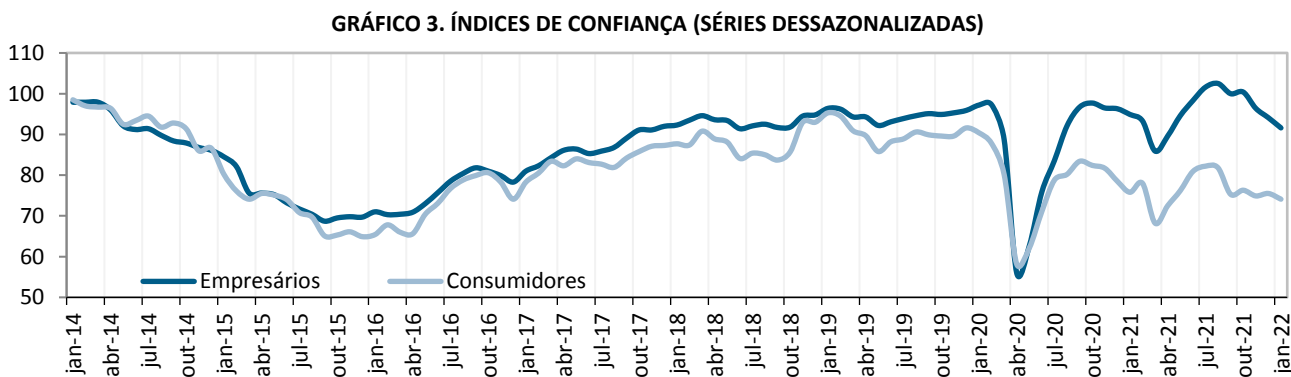
Nível de confiança do consumidor recuou em janeiro. O desempenho positivo do varejo nos últimos dois meses de 2021 proporcionou algum fôlego à atividade econômica no final do ano, embora o cenário de queda do nível de renda real e de elevação da inflação e dos juros repercuta negativamente sobre a confiança e o ímpeto de consumo. Segundo dados da FGV, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) caiu 1,4 ponto entre dezembro e janeiro, ao passar de 75,5 para 74,1 pontos. O desempenho do ICC refletiu a piora das expectativas para os próximos meses – o índice de expectativas caiu 2,7 pontos –, enquanto a avaliação sobre a situação atual acomodou após dois meses consecutivos de queda – o índice de situação atual subiu 0,5 ponto.

Receita do setor de serviços reage à reabertura da economia. O volume de serviços mostrou variação de 1,4% entre novembro e dezembro na série com ajuste sazonal, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. No mês anterior, o índice havia crescido 2,7%. O avanço do volume de serviços em dezembro foi acompanhado por quatro das cinco atividades investigadas, com destaque para os ganhos vindos de transportes (1,8%) e de serviços profissionais, administrativos e complementares (2,6%). As demais expansões vieram de outros serviços (1,4%) e de serviços prestados às famílias (0,9%) beneficiados pelo avanço da mobilidade. No trimestre encerrado em dezembro, o indicador avançou 0,4% comparativamente ao trimestre encerrado em setembro. Em 2021, a receita do setor de serviços registrou variação positiva de 10,9%, compensando a perda de 2020 (-7,8%).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

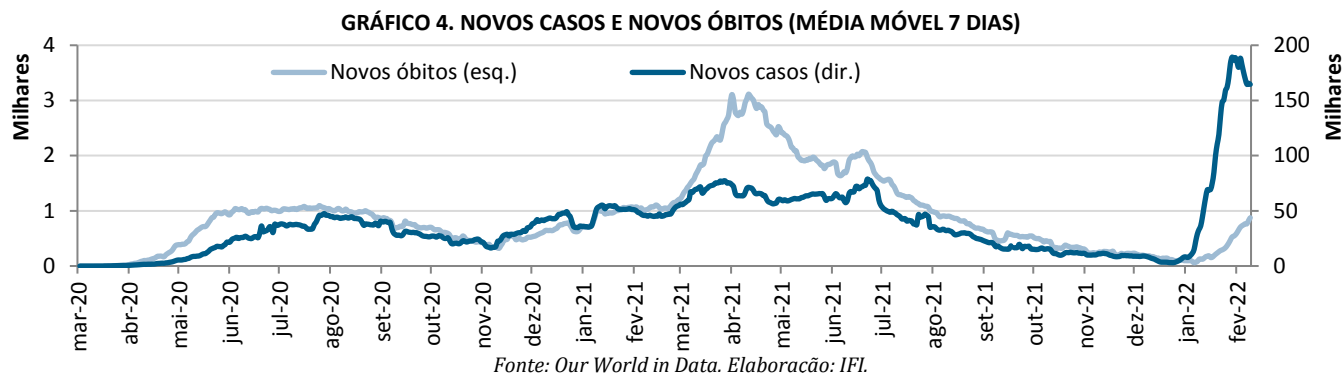
Confiança de serviços, de toda forma, recua fortemente em janeiro. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) da FGV passou de 95,5 para 91,2 pontos entre dezembro e janeiro (recoo de 4,3 pontos na série com ajuste sazonal). A variação negativa do ICS refletiu a piora de seus dois componentes: o índice de expectativas diminuiu 5,5 pontos na passagem de dezembro para janeiro, enquanto o índice de situação atual apresentou redução de 3,1 pontos na mesma comparação.



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Enfraquecimento da confiança é generalizado entre os setores de atividade. Também é válido registrar que o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que consolida os índices de confiança dos setores cobertos pelas Sondagens Empresariais produzidas pela FGV (indústria, serviços, comércio e construção), recuou 2,5 pontos entre dezembro e janeiro, ao passar de 94,1 para 91,6 pontos, intensificando a tendência observada nos meses anteriores. A perda de dinamismo, que também ocorre na confiança dos consumidores (Gráfico 3), reflete principalmente fatores econômicos (como a inflação elevada e o efeito contracionista da política monetária sobre a atividade), mas pode ter sido amplificada em janeiro pelo recrudescimento da pandemia no país.

Ritmo de aumento de novos casos desacelera, mas óbitos estão em expansão. O aumento do número de casos de Covid-19 e a adoção de medidas restritivas podem frear, em algum grau, a normalização da mobilidade e das atividades presenciais, adicionando mais incerteza ao crescimento da economia ao longo de 2022. Como se observa no Gráfico 4, a média móvel de casos segue bastante elevada, embora seja possível observar um movimento inicial de desaceleração. A média móvel de óbitos, por sua vez, continua acelerando, voltando ao patamar de meados de agosto de 2021.



Média das previsões de mercado para o crescimento do PIB em 2022 está em 0,3%. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva mais recente para o PIB de 2021 alcançou 4,5%. A média das previsões para o crescimento de 2022, por sua vez, encontra-se em 0,3% com intervalo de um desvio-padrão entre -0,3% e 0,8%.

Disseminação da Ômicron traz desafios para as cadeias globais. Na atualização de janeiro do *World Economic Outlook*¹, o Fundo Monetário Internacional (FMI) espera que o crescimento mundial desacelere de 5,9% em 2021 para 4,4% em 2022, 0,5 p.p. abaixo da estimativa apresentada em outubro, refletindo cortes no PIB estimado da China e dos Estados Unidos, principalmente. A retirada de estímulos fiscais e monetários e a contínua escassez de oferta produziu uma revisão para baixo de 1,2 p.p. para os Estados Unidos (para 4,0%). Na China, as interrupções induzidas pela pandemia relacionadas à política de tolerância zero à covid-19 e a retração em curso do setor imobiliário induziram uma redução de 0,8 p.p. na projeção do PIB (para 4,8%). Para o Brasil, o FMI projeta um crescimento de 0,3% para 2022, estimativa alinhada à média atual do Boletim Focus.

TABELA 2. CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME MUNDIAL

	2020	2021	2022	2023
Mundo	-3,1%	5,9%	4,4%	3,8%
Economias avançadas	-4,5%	5,0%	3,9%	2,6%
Mercados emergentes e economias em desenvolvimento	-2,0%	6,5%	4,8%	4,7%
China	2,3%	8,1%	4,8%	5,2%
Estados Unidos	-3,4%	5,6%	4,0%	2,6%
Brasil	-3,9%	4,7%	0,3%	1,6%

Fonte: FMI. Elaboração: IFI.

Incertezas sobre a retomada do crescimento mundial. De acordo com o FMI, a propagação de novas variantes, a possibilidade de riscos à estabilidade financeira de economias emergentes e em desenvolvimento, à medida que as economias avançadas elevem as taxas de juros, e o agravamento de tensões geopolíticas são elementos adicionais que podem atrapalhar o caminho para a recuperação econômica, indicando a possibilidade de um crescimento global ainda mais baixo.

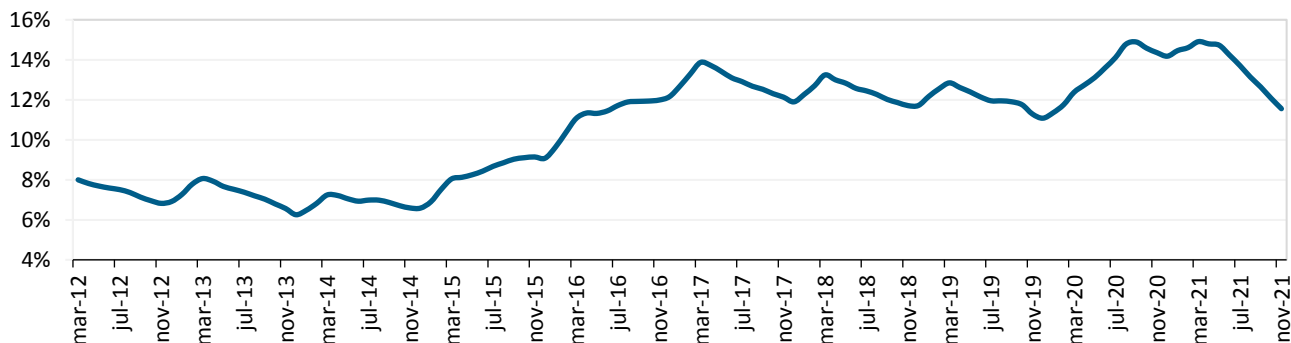
A IFI não revisou suas atuais projeções, respectivamente, de 4,6% e 0,5%. Apesar do melhor desempenho dos indicadores setoriais em dezembro (com destaque à recuperação da indústria, interrompendo uma sequência de resultados negativos), a incerteza em torno do cenário base é maior que a usual. O avanço da pandemia e o cenário externo menos favorável podem afetar a evolução do nível de atividade econômica ao longo do ano.

¹ Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/01/25/world-economic-outlook-update-january-2022>

1.1 Mercado de trabalho

Taxa de desemprego mantém trajetória de declínio. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) atingiu 11,6% da força de trabalho no trimestre encerrado em novembro, recuando 2,8 p.p. na comparação com igual período do ano anterior (14,4%). Apesar do elevado contingente de pessoas desocupadas (12,4 milhões), a taxa de desemprego vem recuando desde julho de 2021 (Gráfico 5).

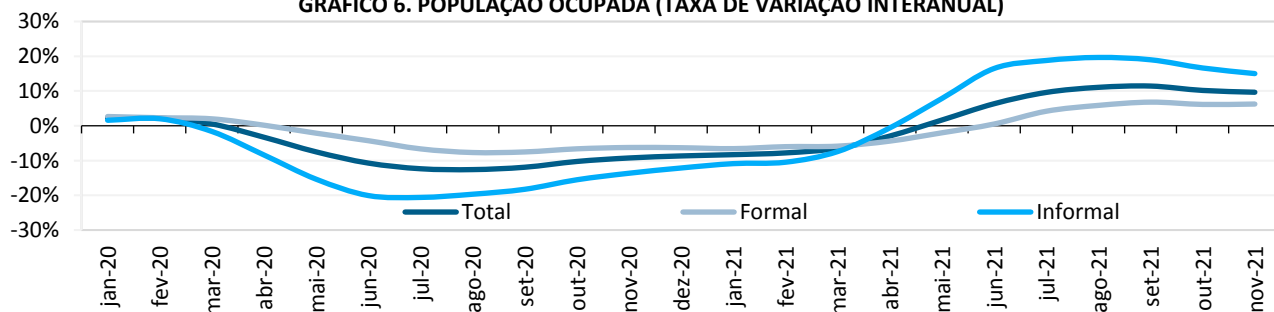
GRÁFICO 5. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Mesmo com o retorno de pessoas à força de trabalho, o aumento do emprego tem possibilitado o recuo da taxa de desemprego. A diminuição da taxa de desemprego na comparação com o trimestre encerrado em novembro do ano anterior reflete o avanço da população ocupada (9,7%), que superou o ritmo de crescimento da força de trabalho (6,2%). A ocupação segue impulsionada principalmente pelos setores informais, com destaque para o número de pessoas ocupadas sem carteira assinada no setor privado (crescimento de 18,7% na comparação anual), os trabalhadores domésticos sem carteira (25,1%) e por conta própria (14,3%) – posições que estão evoluindo acima do emprego total. O emprego formal avançou em um ritmo mais moderado (6,3%).

GRÁFICO 6. POPULAÇÃO OCUPADA (TAXA DE VARIAÇÃO INTERANUAL)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Apesar de a taxa de desemprego ter diminuído nos últimos meses, com a elevação consistente das contratações, a queda da massa de salários atua como um vetor de redução do consumo das famílias. Ainda segundo dados da PNAD Contínua, o rendimento médio real no trimestre encerrado em novembro recuou 11,4% na comparação com o mesmo período do ano anterior, enquanto a massa de rendimentos do trabalho, combinação da renda com o número de pessoas ocupadas, recuou 2,6%. Além da piora do poder de compra devido a inflação alta e persistente, o aumento mais concentrado das contratações em atividades de menor remuneração (efeito composição) também afeta negativamente a trajetória do rendimento médio.

1.2 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor segue pressionada. A inflação ao consumidor em janeiro, medida pelo IPCA, foi de 0,54%, abaixo da taxa registrada em dezembro (0,73%) – mas foi o maior resultado para janeiro desde 2016 (1,27%). A abertura da pesquisa mostra que oito dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados tiveram alta em janeiro, sendo que o maior impacto sobre o índice no mês (0,23 p.p.) partiu do grupo Alimentação e bebidas (variação de 1,11%).

Trajatória do IPCA em doze meses acelerou em janeiro. A taxa acumulada do IPCA em doze meses, por sua vez, voltou a acelerar, passando de 10,1% em dezembro para 10,4% em janeiro. Dessa forma, a inflação se mantém bem acima do limite superior da meta para a inflação (referência de 3,5% com intervalo de 1,5 p.p. para cima e para baixo).

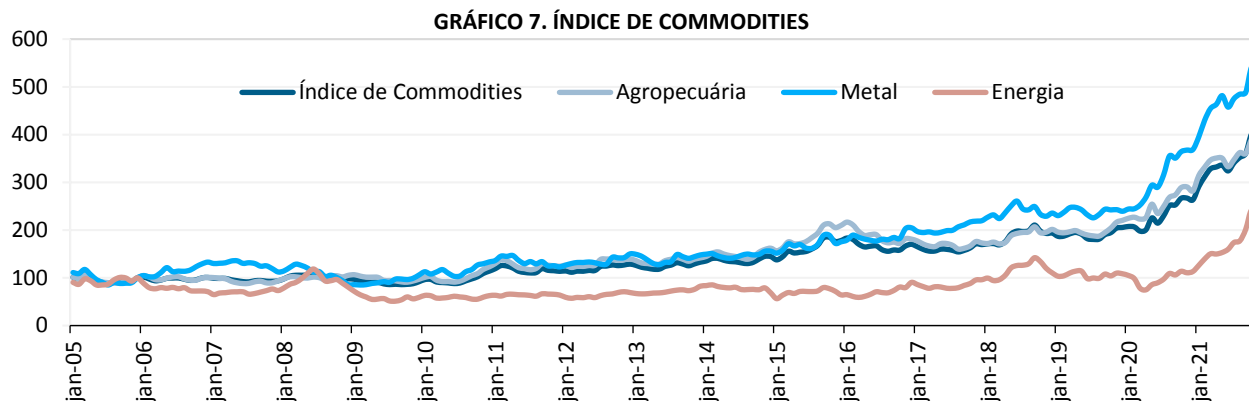
Como se observa na Tabela 3, entre dezembro e janeiro, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de 0,1% para -0,4% (variação acumulada de 16,8% em doze meses), influenciado pela redução nos preços de energia elétrica (-1,07%), cuja variação em dezembro havia sido de 0,50%. Já os preços livres exibiram alta de 0,9%, ligeiramente menor que a observada em dezembro (1,0%). Em 12 meses, a variação desses preços passou de 7,7% para 8,2%. A abertura mostra que as pressões vieram dos preços industriais (variação de 1,2% no mês e 12,7% em 12 meses), dos serviços (0,4% e 5,1%) e da alimentação no domicílio (1,4% e 8,6%).

TABELA 3. IPCA: VARIAÇÃO NO MÊS E EM 12 MESES

Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	nov/21	dez/21	jan/22	nov/21	dez/21	jan/22
IPCA	1.0%	0.7%	0.5%	10.7%	10.1%	10.4%
Preços administrados	2.3%	0.1%	-0.4%	19.2%	16.9%	16.8%
Preços livres	0.5%	1.0%	0.9%	7.8%	7.7%	8.2%
Alimentação no domicílio	0.0%	0.8%	1.4%	9.7%	8.2%	8.6%
Serviços	0.3%	0.8%	0.4%	4.8%	4.8%	5.1%
Industrializados	1.0%	1.4%	1.2%	11.4%	12.0%	12.7%
Média dos núcleos	0.6%	0.9%	0.9%	7.2%	7.4%	7.9%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Índice de difusão permanece elevado e núcleos estão acelerando. Apesar do arrefecimento do IPCA comparativamente a novembro, notam-se pressões disseminadas entre os componentes. O índice de difusão do IPCA, por exemplo, variável que aponta a parcela de subitens do IPCA com variação positiva no mês, permaneceu em patamar elevado, baixando de 74,8% em dezembro para 73,2% em janeiro. O quadro de inflação pressionada e persistente pode ser visto também pelo comportamento dos núcleos, que representam diversas medidas construídas para expurgar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade. A média dos cinco núcleos acompanhados pelo Banco Central (EX-0, EX-3, MS, DP e P55) manteve, em janeiro, variação mensal de 0,9%, e avançou de 7,4% em dezembro para 7,9% em janeiro no acumulado em 12 meses (mantendo-se, também, acima da meta e do teto de tolerância para 2022).



Aumento dos preços das commodities reforça o ambiente global de preços mais pressionados e contribui para cenário ainda persistente de inflação. A alta dos preços das commodities no mercado internacional, que se encontram muito acima do patamar pré-pandemia, é um dos fatores que explicam o nível elevado da inflação. O movimento recente de apreciação da taxa de câmbio (que passou de R\$ 5,60/ US\$ em dezembro para R\$ 5,40/ US\$ em janeiro) compensa apenas uma parte do efeito sobre os preços domésticos. O Gráfico 7 ilustra a dinâmica do Índice de Commodities calculado pelo Banco Central (IC-Br), que representa uma média mensal dos preços das commodities relevantes para a dinâmica da inflação brasileira, agregando de forma ponderada indicadores relativos aos segmentos da agropecuária, metalurgia e energia. Em 12 meses até janeiro de 2022, a alta do IC-Br foi de 49,7%. Como os preços das commodities estão em reais, o indicador capta também o impacto inflacionário proveniente das variações na taxa de câmbio.

Expectativas de inflação para 2022 e 2023 seguem acima da meta. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus, a perspectiva média para o IPCA de 2022 no início de fevereiro chegou a 5,5% (intervalo de um desvio padrão entre 5,0% e 5,9%), situando-se acima da meta de 3,5% estabelecida pelo CMN para o próximo ano. O efeito inercial da inflação de 2021, além das pressões sobre o prêmio de risco e a taxa de câmbio decorrentes das incertezas relacionadas à trajetória fiscal e ao período eleitoral, contribui para a manutenção das expectativas em patamares elevados. Para 2023, a estimativa de mercado encontra-se em 3,6%, também acima do centro de referência (3,25%).

Além do efeito no poder de compra dos consumidores, a inflação alta faz com que o Copom continue elevando a taxa básica de juros. Em fevereiro, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu elevar a taxa básica de juros em 1,50 p.p., para 10,75%, mantendo o ritmo das reuniões de outubro e dezembro. A ata da reunião trouxe um diagnóstico duro em relação à inflação corrente, realçando os dados recentes acima do esperado, com destaque à dinâmica dos preços de serviços, à alta persistente dos bens industriais e à evolução das medidas de núcleos (inflação subjacente) acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação.

Ata indica redução no ritmo de aperto. O Comitê apontou que reduzirá o ritmo de alta na reunião de março, dado o estágio do ciclo de aperto, cujos efeitos cumulativos se manifestarão ao longo do horizonte relevante para a condução da política monetária (2022 e, em grau maior, 2023), mas não indicou a magnitude dos ajustes adicionais. No atual ciclo de aperto monetário, o Banco Central já elevou a taxa Selic em 875 pontos-base² (de 2,0% em março de 2020 para 10,75% em fevereiro de 2021) para conter o avanço da inflação e ancorar as expectativas.

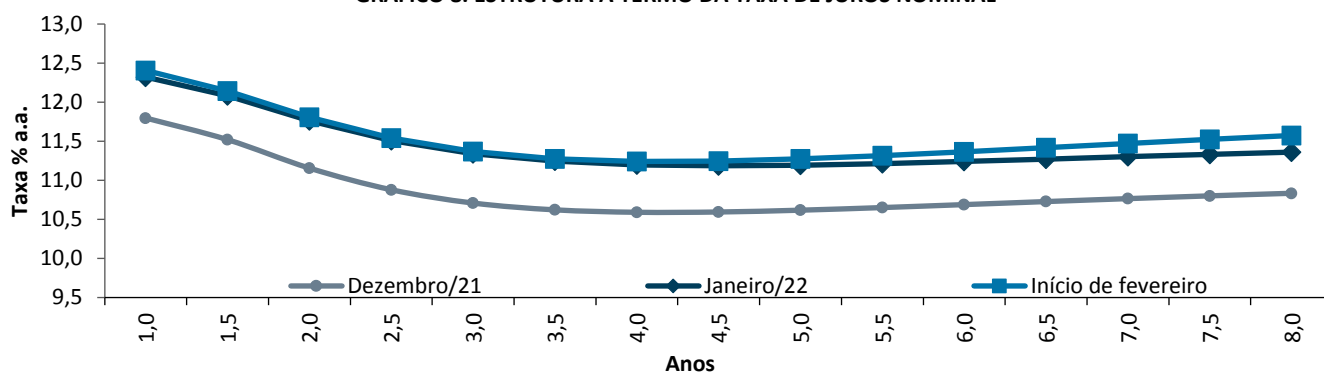
Em face às sinalizações do Banco Central, a mediana das estimativas para a taxa Selic no Boletim Focus encontra-se em 12,25% no final de 2022. Para 2023, a previsão está em 8,0%. Ao indicar que manterá a política monetária em patamar

² Cada ponto equivale a 0,01 ponto percentual.

contracionista até que se consolide o processo de desinflação e a ancoragem das expectativas em torno da meta, a taxa de juros pode permanecer em patamar elevado por mais tempo.

Risco fiscal pressiona curva de juros. Ao comentar o balanço de riscos para a inflação, o Comitê enfatizou a incerteza elevada sobre a trajetória dos preços em reais das *commodities* internacionais e sobre o futuro do arcabouço fiscal³, que resulta em elevação dos prêmios de risco e aumenta o risco de desancoragem das expectativas. Vale dizer, nesse sentido, que a percepção de risco sobre a condução da política fiscal contribui para o deslocamento da curva de juros, como se observa no Gráfico 8, segundo dados da Anbima sobre as negociações secundárias de títulos públicos. Esse movimento representa um aperto nas condições de financiamento, com efeitos negativos sobre a atividade econômica e a dinâmica da dívida/PIB.

GRÁFICO 8. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

³ “Apesar do desempenho mais positivo das contas públicas, o Comitê avalia que a incerteza em relação ao arcabouço fiscal segue mantendo elevado o risco de desancoragem das expectativas de inflação, e, portanto, a assimetria altista no balanço de riscos. Isso implica maior probabilidade de trajetórias para inflação acima do projetado de acordo com o cenário de referência”. Banco Central, Ata da 224ª Reunião do Copom.