

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

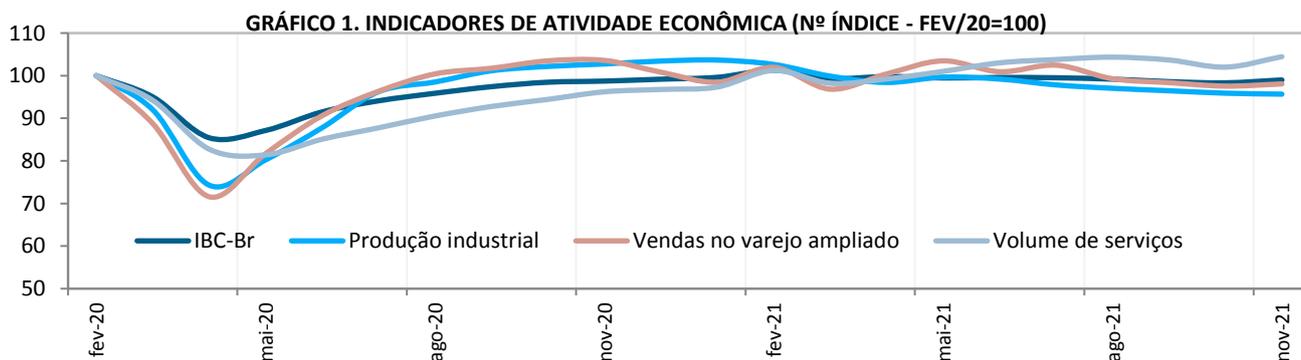
Indicador consolidado de atividade sugere nova contração para o PIB do quarto trimestre. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, avançou 0,7% na passagem de outubro para novembro na série com ajuste sazonal (Tabela 1), influenciado pelos números positivos do comércio varejista e do setor de serviços. Em função das quedas registradas nos dois meses anteriores (-0,6% em setembro e -0,3% em outubro), o resultado de novembro deixou um *carry-over* de -0,3% para o quarto trimestre de 2021, sugerindo nova contração do PIB no período – ou seja, caso o índice tenha crescimento nulo em dezembro, o trimestre apresentaria retração de 0,3%. De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o PIB recuou 0,1% e 0,4% no segundo e terceiro trimestres, nessa ordem.

TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

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

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Produção industrial recua 0,2% entre outubro e novembro, deixando *carry-over* de -1,4% para o quarto trimestre de 2021. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria geral diminuiu 0,2% na passagem de outubro para novembro (na série com ajuste sazonal). A produção recuou pelo sexto mês consecutivo, situando-se em patamar 4,3% inferior a fevereiro de 2020 (pré-pandemia). O resultado de novembro deixou um *carry-over* de -1,4% para o quarto trimestre de 2021. O recuo da produção no mês esteve concentrado na categoria de bens de capital (-3,0%), ao passo que a produção de bens intermediários (0,0%) e de bens de consumo (0,1%) ficou praticamente estável.



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Quedas da confiança e do Nuci sinalizam piora adicional da produção em dezembro. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 2 pontos entre novembro e dezembro, passando de 102,1 para 100 pontos na série com ajuste sazonal. A queda do ICI refletiu a piora de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) diminuiu 1,2 ponto na passagem de novembro para dezembro, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) apresentou redução de 2,7 pontos. Adicionalmente, a diminuição do Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) - de 80,7% para 79,7% na mesma comparação - reforça o cenário ainda adverso para a produção em dezembro. O setor segue impactado pela escassez de insumos em algumas cadeias produtivas e pelo aumento de custos.

O resultado do varejo em novembro, por outro lado, foi positivo. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio) no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção, cresceu 0,5% entre outubro e novembro, considerando a série com ajuste sazonal, após três meses consecutivos em queda (-3,1% em agosto, -0,9% em setembro e -0,8% em outubro). Apesar do crescimento em novembro, o índice de vendas do varejo ampliado encontra-se 1,9% abaixo do nível pré-pandemia (fevereiro de 2020). Como o avanço do mês não foi suficiente para compensar as perdas anteriores, o *carry-over* deixado para o quarto trimestre é estimado em -2,1%.

Nível de confiança do consumidor subiu em dezembro, impulsionado pela melhora nas expectativas para os próximos meses. Segundo dados da FGV, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) subiu 0,6 ponto em dezembro, após ter recuado 1,4 ponto no mês anterior. Enquanto as avaliações sobre a situação corrente pioraram em dezembro (queda de 1,3 ponto), houve alta nas expectativas para os próximos meses (alta de 2,0 pontos) - movimento que pode estar associado aos efeitos do Auxílio Brasil, que teve início em novembro de 2021 e irá até o fim de 2022. Apesar do impulso sobre a demanda decorrente da expansão fiscal, a elevação da taxa de juros, por outro lado, deve atuar no sentido de conter a demanda por bens mais sensíveis ao crédito.

O volume de serviços mostrou variação de 2,4% entre outubro e novembro na série com ajuste sazonal, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. A melhora da receita do setor compensou as perdas registradas em outubro (-1,6%) e setembro (-0,6%), situando-se em patamar 4,5% superior a fevereiro de 2020. Ainda assim, o *carry-over* deixado para o quarto trimestre é estimado em -0,3%. O avanço do volume de serviços no mês acompanhou o desempenho das atividades de serviços prestados às famílias (2,8%), serviços de informação e comunicação (5,4%), transportes (1,8%) e outros serviços (2,9%), beneficiando-se do avanço da mobilidade.

Confiança de serviços recua em dezembro. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) da FGV passou de 96,8 para 95,5 pontos entre novembro e dezembro (recoo de 1,3 ponto na série com ajuste sazonal). A variação negativa do ICS refletiu a piora de seus dois componentes: o Índice de Expectativas (IE) diminuiu 2,2 pontos na passagem de novembro para dezembro, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) apresentou redução de 0,3 ponto na mesma comparação.

O setor de serviços vem ganhando tração com a reabertura da economia. Apesar do avanço da vacinação, o aumento recente do número de casos de covid-19 pode 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 2, a média móvel de casos, considerando os últimos sete dias encerrados em 16 de janeiro, atingiu 69,4 mil, muito acima do patamar de 3 mil (o mais baixo desde abril de 2020) atingido em 24 de dezembro. A média móvel de óbitos, por sua vez, voltou a subir em um ritmo mais moderado.

GRÁFICO 2. NOVOS CASOS E NOVOS ÓBITOS (MÉDIA MÓVEL 7 DIAS)

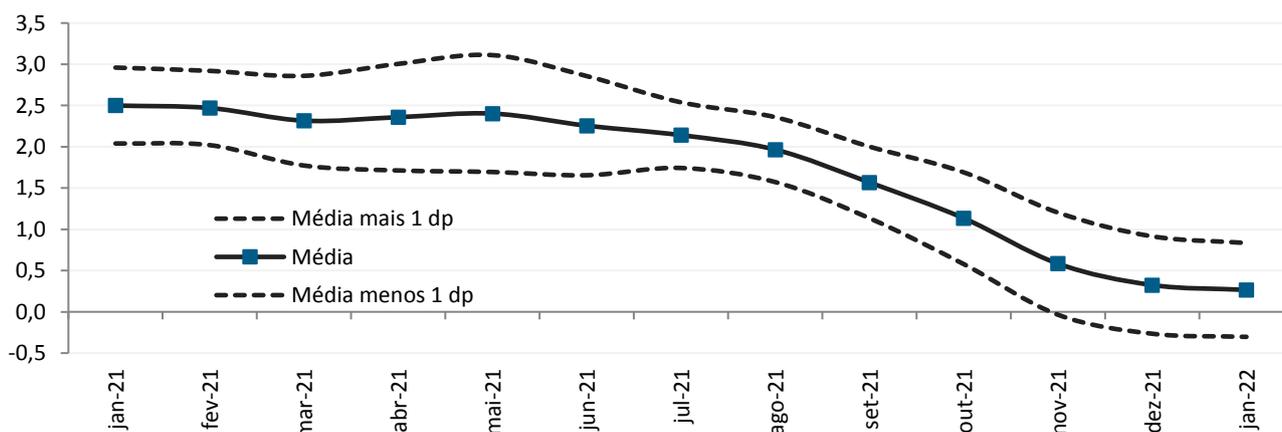


Fonte: Our World in Data. Elaboração: IFI.

No Boletim Focus, a média das previsões 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 para o PIB de 2021 alcançou 4,5% no dia 14 de janeiro, pouco abaixo do patamar de dezembro (4,6%). 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%). A forte desaceleração da taxa esperada para o crescimento do PIB em volume entre 2021 e 2022 decorre, principalmente, do desempenho fraco da economia no último trimestre de 2021 (que reduz a influência do efeito *carry-over*), e do efeito da elevação da taxa Selic sobre a demanda agregada.

O efeito sobre os preços de ativos financeiros (prêmio de risco, taxa de câmbio e taxa de juros) da elevação da taxa de juros nos Estados Unidos - perante as sinalizações recentes do *Federal Reserve* sobre a normalização da política monetária - e a nova onda de covid-19, com o avanço do contágio pela variante Ômicron, adicionam mais incertezas ao desempenho da economia em 2022. A nova onda de contágio pode conter a normalização dos serviços presenciais e agravar o baixo dinamismo da indústria, através do impacto nas cadeias produtivas globais. Esses fatores ajudam a explicar a piora na perspectiva de crescimento para este ano (Gráfico 3).

GRÁFICO 3. EXPECTATIVA FOCUS - PIB (2022)

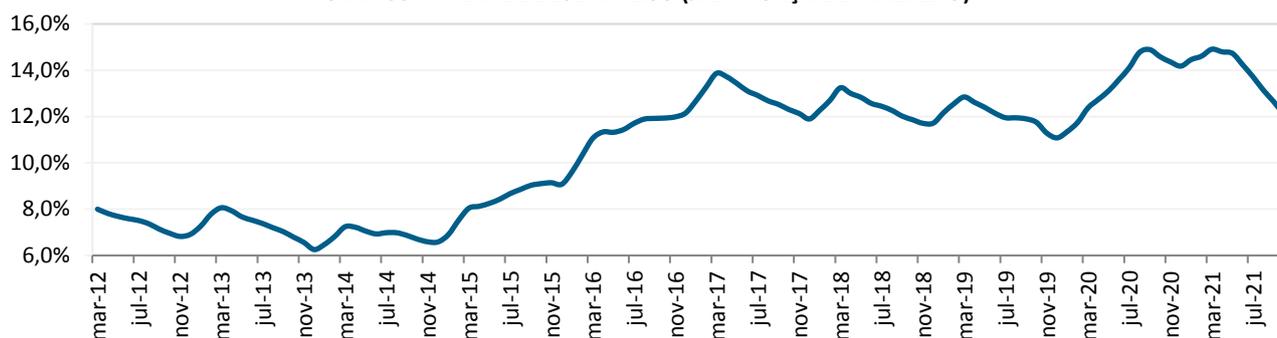


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

1.2 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego recuou na comparação com o mesmo período do ano passado. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) atingiu 12,1% da força de trabalho no trimestre encerrado em outubro, recuando 2,5 pontos percentuais (p.p.) na comparação com igual período do ano anterior (14,6%). Apesar do elevado contingente de pessoas desocupadas (12,9 milhões), a taxa de desemprego vem recuando desde julho de 2021 (Gráfico 4).

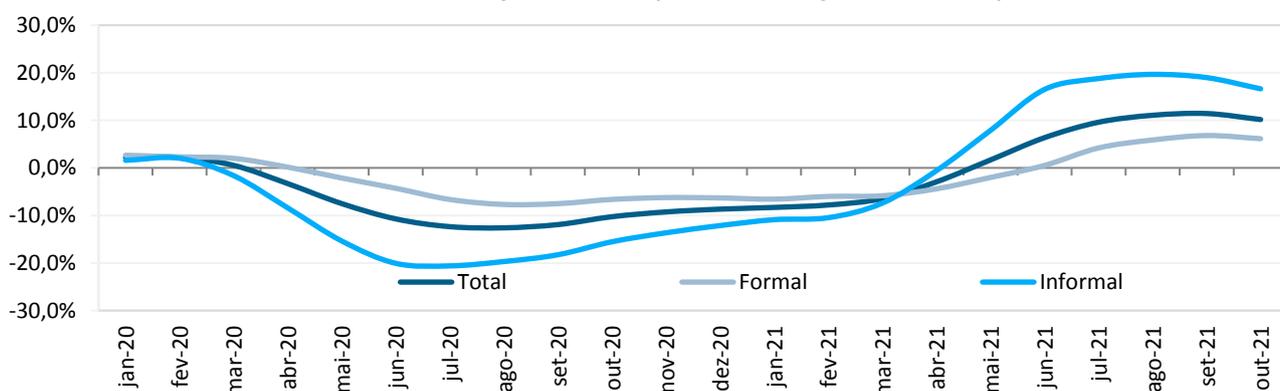
GRÁFICO 4. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)



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 outubro do ano anterior reflete o avanço da população ocupada (10,2%), que superou o ritmo de crescimento da força de trabalho (7,0%). A ocupação segue impulsionada principalmente pelos setores informais, com destaque para o número de pessoas ocupadas sem carteira assinada no setor privado (crescimento de 19,8% na comparação anual), os trabalhadores domésticos sem carteira (26,8%) e por conta própria (15,8%) – posições que estão evoluindo acima do emprego total. O emprego formal avançou em um ritmo mais moderado (6,1%). Vale destacar, de toda forma, que o ímpeto das contratações está diminuindo na comparação anual (Gráfico 5), movimento que pode estar associado ao fraco desempenho da atividade econômica ao longo do segundo semestre de 2021.

GRÁFICO 5. POPULAÇÃO OCUPADA (TAXA DE VARIAÇÃO INTERANUAL)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

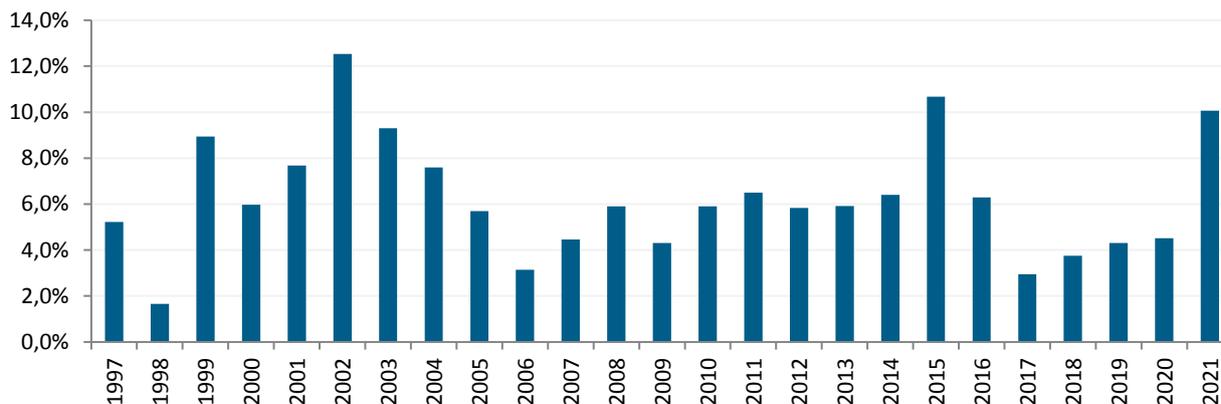
Piora da inflação ao consumidor reduz poder de compra dos salários. Ainda segundo dados da PNAD Contínua, o rendimento médio real no trimestre encerrado em outubro recuou 11,1% na comparação com o mesmo período do ano

anterior, enquanto a massa de rendimento do trabalho, combinação da renda com o número de pessoas ocupadas, recuou 1,9%. Além da piora do poder de compra devido à inflação alta e persistente, o aumento mais concentrado das contratações em atividades de menor remuneração (efeito composição) também afeta negativamente a trajetória do rendimento. Apesar de a taxa de desemprego ter diminuído nos últimos meses, a queda da renda e da massa salarial atua como um vetor de redução do consumo das famílias.

1.3 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor encerrou 2021 em 10,06%, acima do limite superior da meta para a inflação. A inflação ao consumidor em dezembro, medida pelo IPCA, foi de 0,73%, abaixo da taxa registrada em novembro (0,95%). A taxa acumulada em doze meses baixou de 10,74% em novembro para 10,06% em dezembro (maior do que a projetada pela IFI, de 10,4%), mas permaneceu acima do limite superior do intervalo de tolerância de 1,5 p.p. em torno da meta (3,75%) estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para 2021. Como se observa no Gráfico 6, a variação do IPCA em 2021 é a terceira mais elevada em um horizonte de 25 anos, superando o resultado do ano anterior (4,52%).

GRÁFICO 6. VARIAÇÃO ANUAL DO IPCA (%)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Após a divulgação do resultado da inflação do ano passado, o Banco Central publicou uma carta aberta¹ para o ministro da Economia (presidente do CMN) detalhando as razões para o IPCA ter superado a meta em 2021, bem como as providências para assegurar o retorno da inflação para os limites estabelecidos em 2022. Segundo o documento, os principais fatores que levaram a inflação em 2021 a ultrapassar o limite superior de tolerância foram: a) elevação dos preços de bens transacionáveis em moeda local, em especial os preços de *commodities*; b) bandeira de energia elétrica de escassez hídrica; e c) desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos, e gargalos nas cadeias produtivas globais.

Os modelos preditivos² utilizados pelo Banco Central apontam que “o principal fator para o desvio de 6,31 p.p. da inflação em relação à meta adveio da inflação importada, com contribuição de 4,38 p.p. (cerca de 69% do desvio). Abrindo esse termo, destacam-se as contribuições de 2,95 p.p. do preço do petróleo, 0,71 p.p. das *commodities* em geral, medidas pelo Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), e 0,44 p.p. da taxa de câmbio”.

Como se observa na Tabela 2, os fatores citados acima influenciaram as variações de preços dos componentes do IPCA em 2021. Em dezembro, o conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, recuou de 2,3% para 0,1%, mas encerrou o ano com variação acumulada de 16,9%, bem acima do

¹ Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/OF_CIO_823_2022_BCB_SECRE_01.pdf

² Detalhados em “Revisão do modelo agregado de pequeno porte” - Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

resultado de 2020 (2,6%). A aceleração da inflação dos preços administrados decorreu, principalmente, dos aumentos de preços da gasolina (47,5%) – refletindo a depreciação da taxa de câmbio e a alta do preço do petróleo – e da energia elétrica (21,2%), impulsionados pela cobrança das bandeiras tarifárias em consequência da falta de chuvas.

Os preços livres, por outro lado, exibiram alta de 1,0% em dezembro, acima da observada em novembro (0,5%). Em 12 meses, a variação desses preços passou de 7,8% para 7,7% (também superando a variação do ano anterior, de 5,2%). A abertura mostra que as pressões vieram: a) dos preços industriais – influenciados pela ruptura de cadeias produtivas; b) do preço da alimentação no domicílio, refletindo a alta de preços de *commodities* internacionais em moeda local; e c) dos serviços, que passaram a reagir à diminuição do distanciamento social e à reabertura da economia.

TABELA 2. IPCA: VARIÇÃO NO MÊS E EM 12 MESES

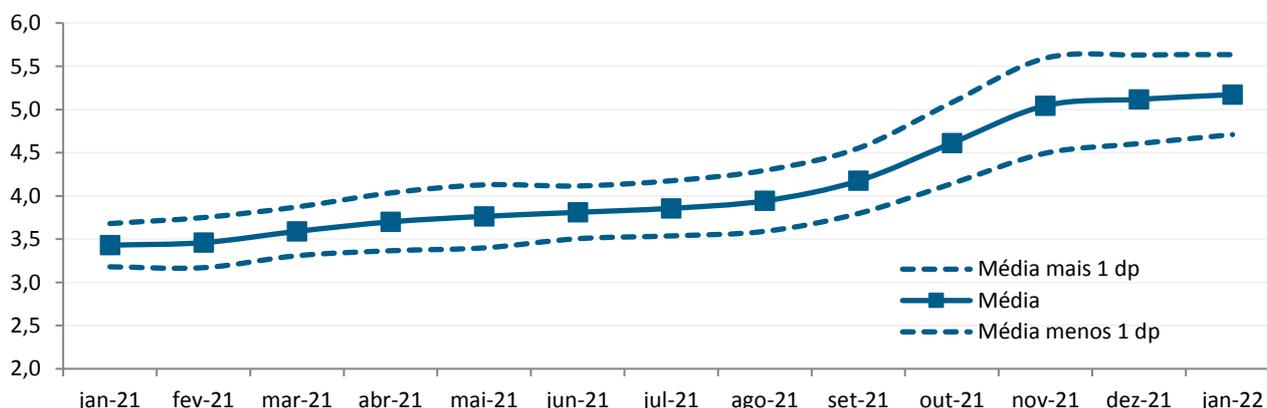
Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	out/21	nov/21	dez/21	dez/19	dez/20	dez/21
IPCA	1,3%	1,0%	0,7%	4,3%	4,5%	10,1%
Preços administrados	1,4%	2,3%	0,1%	5,5%	2,6%	16,9%
Preços livres	1,2%	0,5%	1,0%	3,9%	5,2%	7,7%
Alimentação no domicílio	1,3%	0,0%	0,8%	7,8%	18,2%	8,2%
Serviços	1,0%	0,3%	0,8%	3,5%	1,7%	4,8%
Industrializados	1,4%	1,0%	1,4%	1,7%	3,2%	12,0%
Média dos núcleos	1,0%	0,6%	0,9%	3,2%	2,8%	7,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Comportamento do índice de difusão e dos núcleos reforça persistência da inflação. O índice de difusão do IPCA, variável que aponta a parcela de subitens do IPCA com variação positiva no mês, avançou de 63,1% em novembro para 74,8% em dezembro, exibindo um cenário de ampla disseminação dos reajustes de preços. De maneira similar, a média dos núcleos de inflação construídos pelo Banco Central (diversas medidas que buscam expurgar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade) passou de 0,61% em novembro para 0,90% em dezembro (de 7,2% para 7,4% no acumulado em 12 meses, também acima da meta e do teto de tolerância).

Expectativas de inflação para 2022 estão acima da meta. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para o IPCA de 2022 chegou a 5,2% no dia 14 de janeiro (intervalo de um desvio padrão entre 4,7% e 5,6%), acima do que se esperava em novembro (5,0%) e dezembro (5,1%), e também da meta de 3,5% estabelecida para o próximo ano. O efeito inercial da inflação de 2021, bem como as pressões sobre o prêmio de risco e a taxa de câmbio decorrentes das incertezas relacionadas à trajetória fiscal e ao período eleitoral, contribuem para a manutenção das expectativas em patamares elevados.

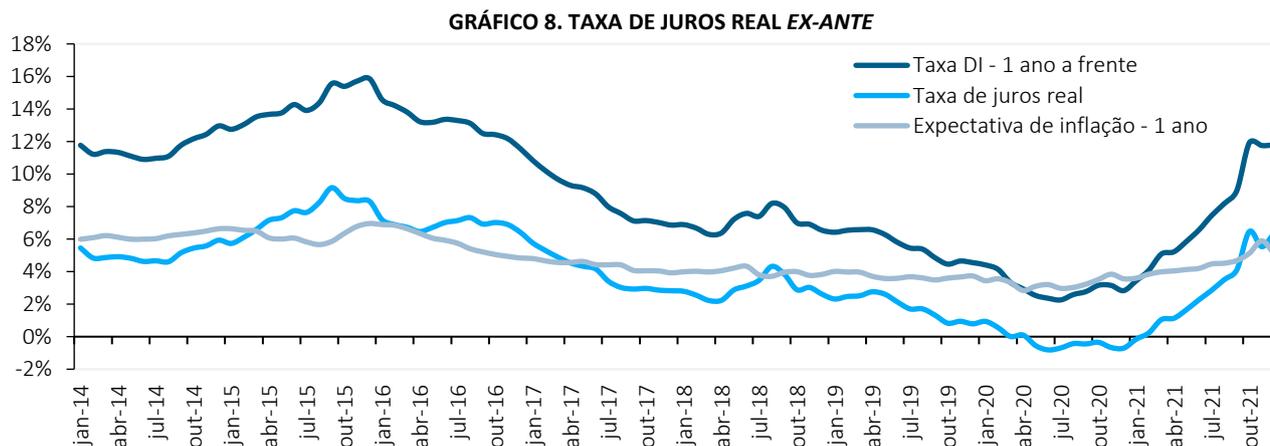
GRÁFICO 7. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (2022)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

No atual ciclo de aperto monetário, a taxa Selic já aumentou 725 pontos-base³ para conter o avanço da inflação corrente e das expectativas, ao passar de 2,0% em março para 9,25% no final de 2021. O Copom considera ser apropriado que o ciclo de alta da Selic avance em território contracionista (acima do juro neutro) e antevê um ajuste de 1,5 p.p. na reunião de fevereiro. A mediana das expectativas de mercado para a taxa básica de juros no final de 2022 encontrava-se em 11,75% ao ano (a.a.) na semana encerrada no dia 14 de janeiro, com novas altas esperadas para as reuniões de fevereiro (1,5 p.p.) e março (1,0 p.p.). Vale ressaltar que a perspectiva de alta dos juros nos Estados Unidos pelo *Federal Reserve*, dado que a taxa de inflação segue em nível historicamente elevado e persistente naquele país, pode afetar as condições financeiras e, portanto, a tarefa do Banco Central de trazer o IPCA à meta – aumentando as chances de que a Selic termine o ano em patamar superior ao previsto.

A elevação atual da Selic e as expectativas dos agentes sobre a trajetória futura estão produzindo efeito sobre o patamar da taxa real de juros. A taxa *ex-ante*, obtida com base na taxa das operações de *swap* pré-DI⁴ para o prazo de um ano, descontada a inflação⁵ no mesmo horizonte, alcançou 6,4% em dezembro (Gráfico 8) - magnitude superior ao nível neutro (estimado ao redor de 3,5%). A elevação da taxa real de juros (que atua para reduzir a demanda), a diminuição dos preços de energia e a reversão parcial dos preços de *commodities* são fatores que contribuem para o processo de desinflação ao longo de 2022.



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

³ Cada ponto equivale a 0,01 ponto percentual.

⁴ Taxa referencial dos contratos de *swap* entre DI e pré-fixada de 360 dias, fim de período, obtida no Ipeadata.

⁵ Projeção do IPCA 12 meses à frente (suavizada), obtida no Boletim Focus/BCB.