

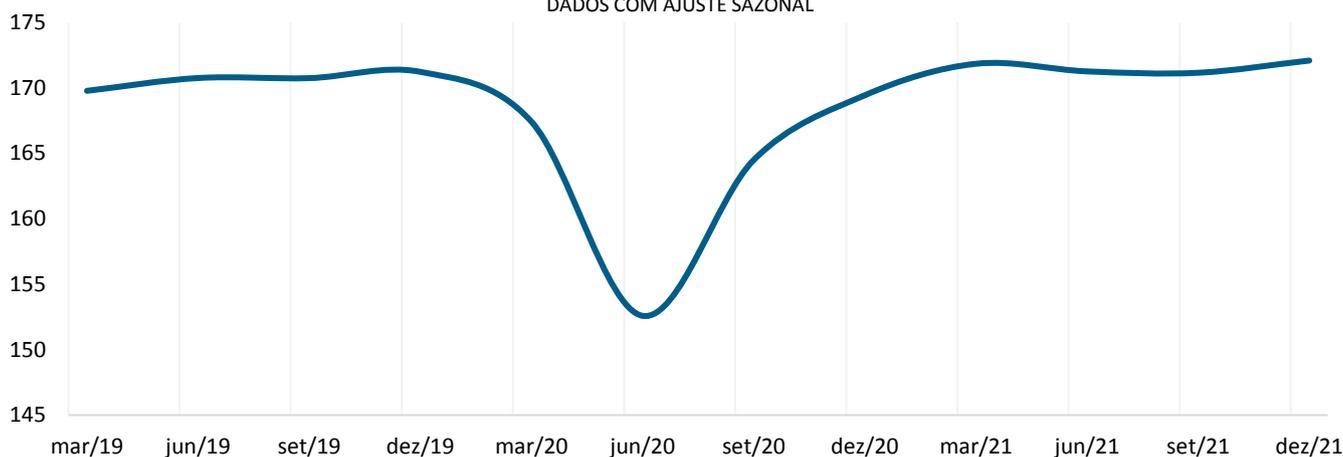
Para acessar o relatório completo, [clique aqui](#).

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

Dados recentes de atividade econômica reforçam cenário de baixo crescimento para o PIB do primeiro trimestre de 2022. Entre o terceiro trimestre de 2020 e o primeiro trimestre de 2021, a economia brasileira exibiu uma recuperação significativa, mas se acomodou desde então (Gráfico 1). O produto interno bruto (PIB) divulgado pelo IBGE nas Contas Anuais recuou 0,2% (em média), considerando-se as variações do segundo e do terceiro trimestres de 2021. O avanço de 0,5% no último período do ano passado refletiu o dinamismo do setor de serviços e a recuperação parcial da agropecuária, após o impacto expressivo de problemas climáticos sobre algumas safras nos últimos dois trimestres. Os principais indicadores de janeiro mostraram desaceleração da atividade, com destaque à produção industrial, mas há sinais de recuperação nos dados de fevereiro e março.

GRÁFICO 1. PIB - ÍNDICE DE VOLUME TRIMESTRAL (MÉDIA DE 1995 = 100)
DADOS COM AJUSTE SAZONAL



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

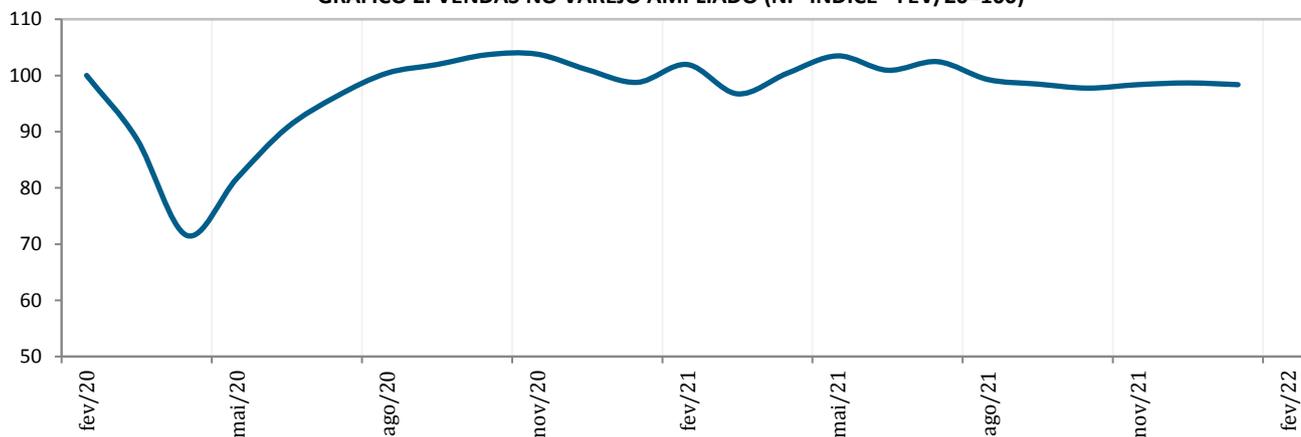
IBC-Br recuou 1,0% entre janeiro e fevereiro. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, recuou 1,0% na passagem de dezembro de 2021 para janeiro de 2022, na série com ajuste sazonal (Tabela 1), influenciado pelos números negativos do comércio varejista, do setor de serviços e da indústria. O IBC-Br permaneceu relativamente estável no trimestre encerrado em janeiro (alta de 0,2%).

TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)		
	nov/21	dez/21	jan/22	nov/21	dez/21	jan/22
Produção industrial	0,1%	2,7%	-2,2%	-0,1%	0,6%	1,3%
Vendas no varejo ampliado	0,6%	0,3%	-0,3%	-2,7%	-1,8%	0,0%
Volume de serviços	2,9%	1,7%	-0,1%	0,0%	0,7%	2,7%
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	0,5%	0,3%	-1,0%	-0,3%	0,1%	0,2%

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

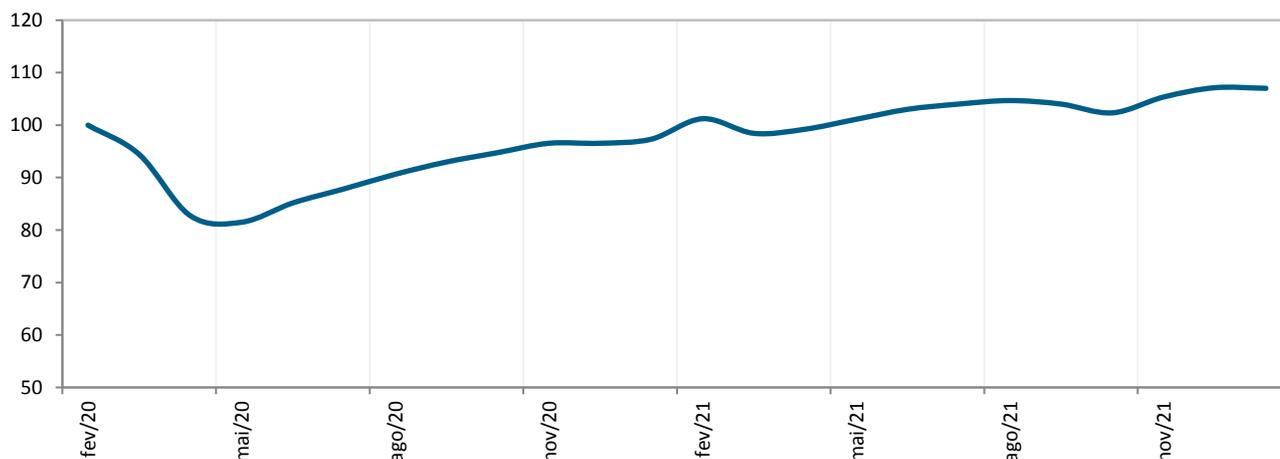
Varejo ampliado recua 0,3% em janeiro. O volume de vendas no comércio varejista (PMC – Pesquisa Mensal de Comércio) cresceu 0,3% entre dezembro e janeiro no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção. A abertura da pesquisa mostra que sete das dez atividades do varejo recuaram em janeiro. As vendas no varejo permaneceram estáveis no trimestre encerrado em janeiro, depois de diminuir 1,8% no trimestre encerrado em dezembro, ainda limitadas pela inflação pressionada e o ciclo de aperto monetário.

GRÁFICO 2. VENDAS NO VAREJO AMPLIADO (N.º ÍNDICE - FEV/20=100)


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Receita do setor de serviços ficou estável em janeiro. O volume de serviços mostrou queda de 0,1% entre dezembro e janeiro na série com ajuste sazonal, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. No mês anterior, o índice havia crescido 1,7%. O recuo do volume de serviços em janeiro foi acompanhado por três das cinco atividades pesquisadas, com destaque para as perdas dos serviços de informação e comunicação (-4,7%) e serviços prestados às famílias (-1,4%), afetados, provavelmente, pelo pico de infecções associadas à variante Ômicron da covid-19. No trimestre encerrado em janeiro, o indicador avançou 2,7%, variação superior à registrada no trimestre encerrado em dezembro (0,7%), representando, até o momento, o principal vetor de crescimento da economia brasileira.

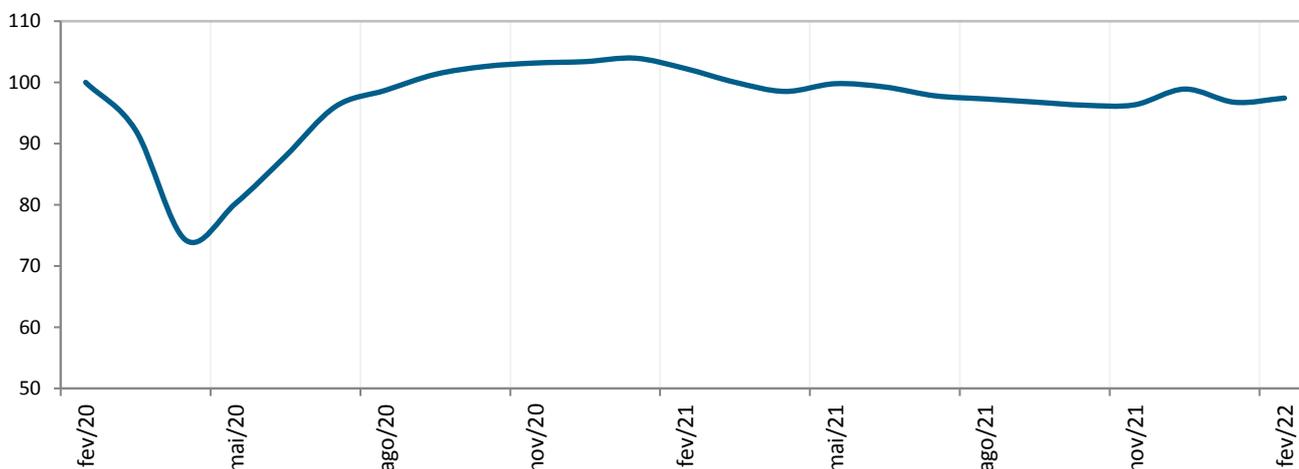
GRÁFICO 3. VOLUME DE SERVIÇOS (N.º ÍNDICE - FEV/20=100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Produção industrial cresceu 0,7% em fevereiro, revertendo parte da queda registrada no mês anterior. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria geral subiu 0,7% na passagem de janeiro para fevereiro (na série com ajuste sazonal), eliminando uma parte da queda de 2,2% registrada no mês anterior. O resultado no mês foi impactado pelo desempenho da indústria extrativa (5,3%), compensando a queda 5,1% no mês anterior motivada pela suspensão temporária da produção de minério de ferro em Minas Gerais devido às fortes chuvas que atingiram o estado. A indústria de transformação (alta de 0,6%) avançou em menor magnitude, com destaque para a produção de alimentos, em alta pelo quarto mês consecutivo. O avanço da atividade industrial foi acompanhado por todas as quatro grandes categorias econômicas: bens de capital (1,9%), bens intermediários (1,6%), bens de consumo duráveis (0,5%) e bens de consumo semi-duráveis e não duráveis (1,5%). No trimestre encerrado em janeiro, o indicador avançou 1,3%, variação superior à registrada no trimestre encerrado em dezembro (0,6%). A produção doméstica segue, de toda forma, em patamar inferior ao observado antes da pandemia (Gráfico 4), limitada pela desorganização das cadeias globais de produção e logística. O novo surto de covid-19 na China, levando a novas rodadas de *lockdowns*, tende a agravar esse processo.

GRÁFICO 4. PRODUÇÃO INDUSTRIAL (N.º ÍNDICE - FEV/20=100)

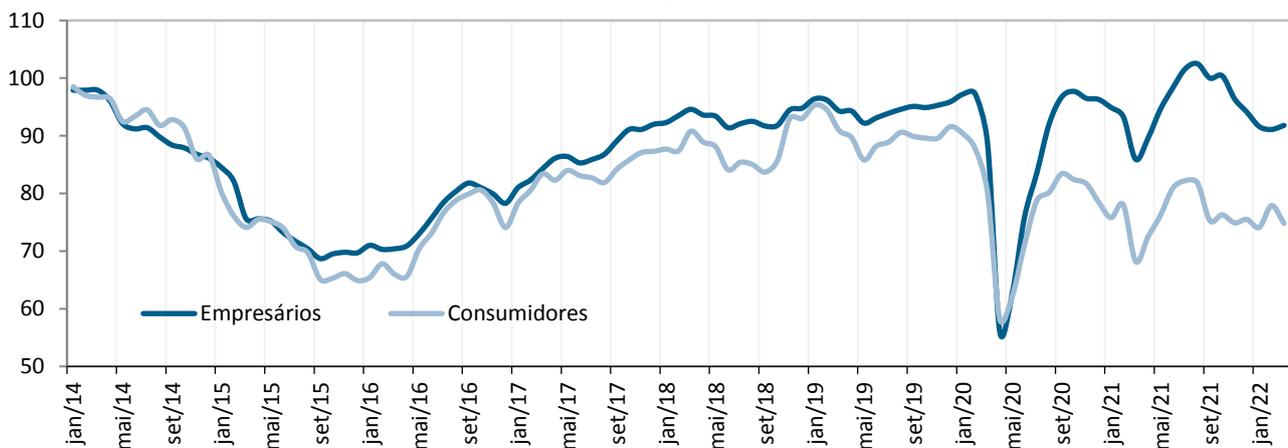


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

Queda da confiança é generalizada entre os setores, exceto serviços. De acordo com a Fundação Getulio Vargas (FGV), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuou 3,1 pontos entre fevereiro e março. O desempenho do ICC refletiu a piora das avaliações da situação atual e das expectativas para o próximo mês influenciado, provavelmente, pelo efeito da inflação sobre o poder de compra de salários e transferências, em especial das famílias de menor poder aquisitivo. Por outro lado, 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), subiu 0,7 ponto na mesma comparação.

O desempenho do ICE, influenciado positivamente pelo setor de serviços, repercutiu a melhora das percepções sobre a situação corrente, influenciada, em grande medida, pela trajetória descendente da curva de novos casos e novos óbitos e a normalização das atividades nos setores de serviços e no comércio. Por outro lado, as expectativas empresariais voltaram a piorar como reflexo do avanço da inflação, a elevação da taxa básica de juros e o aumento da incerteza ao cenário macroeconômico gerado pela invasão da Ucrânia pela Rússia.

GRÁFICO 5. ÍNDICES DE CONFIANÇA (SÉRIES DESSAZONALIZADAS)



Fonte: FGV. Elaboração: IFL.

Efeitos da guerra sobre a economia mundial: menor crescimento e mais inflação. O efeito mais imediato do agravamento de tensões geopolíticas produzido pela invasão da Ucrânia pela Rússia se observa no aumento nos preços das commodities internacionais, em especial de energia e de alimentos. O conflito e as sanções econômicas e financeiras impostas à Rússia trazem volatilidade ao cenário de preços pela redução da oferta global de matérias-primas – como petróleo, gás natural, grãos, metais usados na indústria e insumos para a produção de fertilizantes – fornecidas pelo Leste Europeu. A aceleração do processo inflacionário, até então impactado em parte pelo choque provocado pela pandemia, deve reduzir o poder de compra dos salários, isto é, a renda disponível das famílias para o consumo ficará menor.

Em relatório recentemente publicado sobre os impactos socioeconômicos e as implicações de políticas da guerra na Ucrânia, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)¹ estima que o crescimento econômico global possa ser reduzido em mais de 1 ponto percentual (p.p.) em 2022, enquanto a inflação global poderá aumentar em 2,5 p.p. Segundo a organização, os cálculos – de magnitudes incertas, condicionadas à duração do conflito e às respostas políticas para atenuar os custos econômicos – foram construídos a partir da suposição de que os choques nos mercados financeiros e de commodities observados nas duas primeiras semanas do conflito persistam por pelo menos um ano.

¹ OECD Economic Outlook, Interim Report March 2022. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/4181d61b-en/index.html?itemId=/content/publication/4181d61b-en#section-d1e109>

Repercussões na atividade doméstica: efeitos em ambas as direções. A perspectiva de menor crescimento econômico global e de importantes parceiros comerciais, sobretudo a União Europeia, o atraso na normalização das cadeias globais de produção e logística, o efeito da aceleração do nível de preços sobre a renda disponível e a manutenção da taxa de juros em patamares elevados para conter a deterioração das expectativas de inflação representam vetores negativos para a atividade doméstica. Por outro lado, os efeitos negativos sobre a atividade poderiam ser em parte atenuados pelo aumento dos termos de troca proporcionado pelo novo cenário de preços de commodities e pela reduzida corrente de comércio do Brasil com os países envolvidos no conflito. Isto é, a exposição da balança comercial do Brasil a essas nações é pequena.

Quando os preços das commodities aumentam, o Brasil ganha vantagem comparativa, refletida nos chamados termos de troca do comércio, que são definidos como a relação entre os preços das exportações e das importações do país. Tudo ou mais constante, uma melhoria nos termos de troca eleva a renda real. Esse movimento nos termos de troca favorece o crescimento da renda devido à elevada participação de produtos primários na pauta exportadora nacional, além do efeito multiplicador sobre outras cadeias de produção.

Ainda que os dados mais recentes evidenciem uma trajetória descendente nas relações de troca até janeiro de 2021 (Gráfico 6), uma vez que os preços de importações estão crescendo em um ritmo superior ao dos preços de exportações, espera-se que a nova escalada de preços das commodities proporcione ganhos de termos de troca. A injeção de recursos externos proporcionada pelo aumento na relação entre os preços das vendas e das compras externas também poderá induzir a apreciação da taxa de câmbio. Consequentemente, pode contribuir, em algum grau, para atenuar os riscos inflacionários, mas sem alterar, provavelmente, a tendência de um efeito líquido ruim nesse aspecto.

GRÁFICO 6. ÍNDICE DE TERMOS DE TROCA (MÉDIA 2018 = 100)



Fonte: Funcex. Elaboração: IFI.

Previsão de mercado para o PIB de 2022 está em 0,5%. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva mais recente² para o PIB de 2022 está em 0,5% (com intervalo de um desvio-padrão entre 0,0% e 0,9%). A projeção atual da IFI para o crescimento da economia brasileira em 2022 (alta de 0,5% frente a 2021) encontra-se em linha com o consenso de mercado e pouco acima do *carry-over* deixado pelo resultado do PIB do quarto trimestre de 2021 (0,3%). Apesar de algum fôlego ao consumo no curto prazo, advindo de medidas de

² Último dado disponível referente a 26 de março. A greve dos funcionários do Banco Central está afetando a divulgação de alguns dados econômicos divulgados pela instituição. Para mais informações ver: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/04/07/analise-greve-no-banco-central-quebra-bussola-do-mercado.ghtml>

estímulo como a liberação de um novo saque do FGTS (injeção potencial de R\$ 30 bilhões), o cenário marcado pela queda dos salários em termos reais e pela política monetária restritiva tende a desaquecer a demanda nos próximos trimestres. Como discutido acima, o conflito no Leste Europeu, com efeitos potenciais ambíguos para a atividade doméstica, adiciona incerteza ao cenário prospectivo (internacional e doméstico).

1.2 Mercado de trabalho

Taxa de desemprego diminuiu para 11,2% da força de trabalho em fevereiro. Segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), a taxa de desemprego atingiu 11,2% da força de trabalho no trimestre encerrado em fevereiro, recuando 3,4 p.p. na comparação com igual período do ano anterior (14,6%). Apesar do ainda elevado contingente de pessoas desocupadas (12,0 milhões), a taxa de desemprego vem recuando continuamente desde julho de 2021, voltando ao nível dos meses que antecederam a pandemia. O declínio da taxa de desemprego no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao mesmo período do ano anterior, foi determinado pelo crescimento da população ocupada (9,1%), cujo contingente atingiu 95,2 milhões no trimestre encerrado em fevereiro, acima do patamar de fevereiro de 2020 (pré-pandemia: 94,7 milhões), superando o avanço da força de trabalho (4,9%).

TABELA 2. INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO

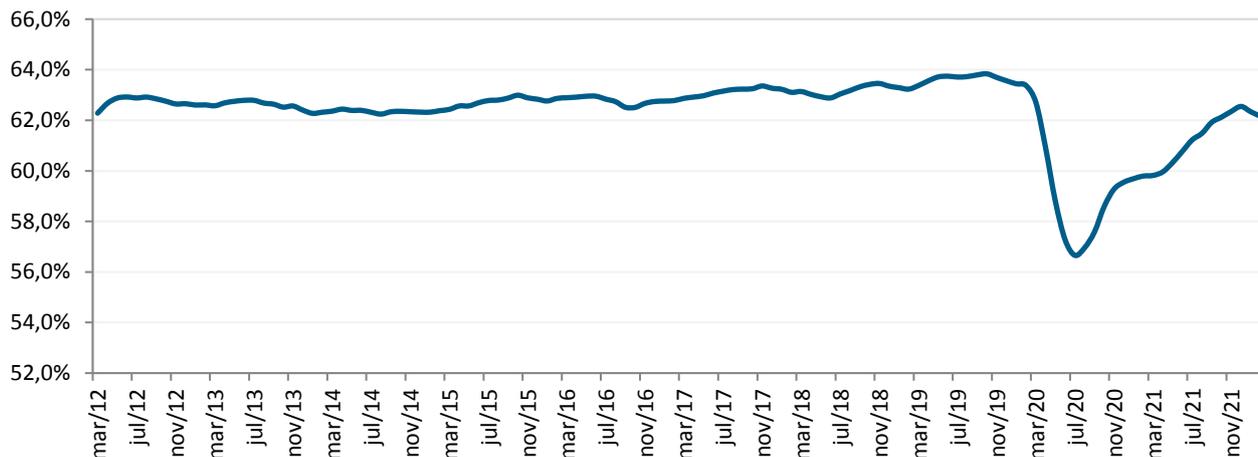
	Valores			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior		
	dez/21	jan/22	fev/22	dez/21	jan/22	fev/22
A - População em idade ativa*	172,3	172,4	172,5	0,9%	0,9%	0,9%
A.1 - População fora da força de trabalho*	64,5	64,9	65,3	-6,5%	-5,7%	-5,0%
A.2 - População na força de trabalho*	107,8	107,5	107,2	6,0%	5,4%	4,9%
A.2.1 - População desocupada*	12,0	12,0	12,0	-16,7%	-18,3%	-19,5%
A.2.2 - População ocupada*	95,7	95,4	95,2	9,8%	9,4%	9,1%
População ocupada no mercado informal*	38,9	38,5	38,3	14,4%	12,8%	12,4%
População ocupada no mercado formal*	56,8	56,9	56,9	6,8%	7,2%	7,0%
Taxa de desemprego (A.2.1/A.2)	11,1%	11,2%	11,2%	-3,0 p.p.	-3,3 p.p.	-3,4 p.p.
Taxa de participação (A.2/A)	62,5%	62,3%	62,2%	3,0 p.p.	2,6 p.p.	2,4 p.p.

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

*Milhões de pessoas

Taxa de participação diminuiu e segue em patamar inferior ao período pré-pandemia. O ritmo de expansão da força de trabalho, composta pelas pessoas ocupadas ou procurando ocupação, diminuiu em janeiro e fevereiro (Tabela 2), provavelmente, pelo efeito da onda da variante Ômicron sobre o retorno de pessoas ao mercado de trabalho. Esse movimento também se reflete na taxa de participação, uma medida do movimento de entrada e saída de pessoas em idade de trabalhar no mercado de trabalho. O indicador, expresso como a relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar, voltou a diminuir (para 62,3% no trimestre encerrado em fevereiro), seguindo em patamar inferior aos meses que antecederam a pandemia (Gráfico 7).

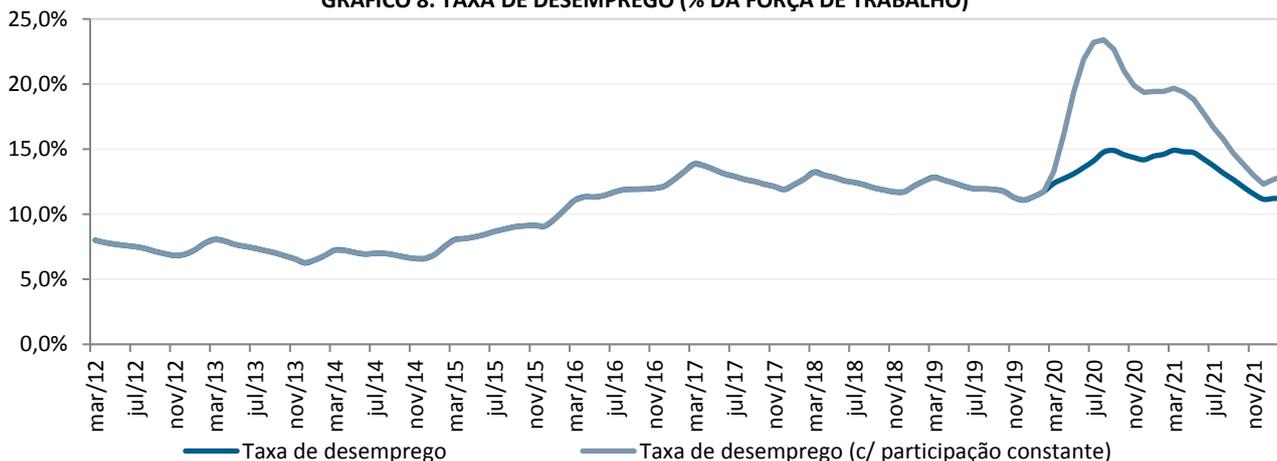
GRÁFICO 7. TAXA DE PARTICIPAÇÃO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Taxa de desemprego estaria em 12,9% em fevereiro supondo a taxa de participação constante no patamar pré-pandemia. A redução da taxa de desemprego, portanto, reflete, além do avanço da ocupação (expansão da demanda por trabalho), o enfraquecimento da taxa de participação (redução da oferta de trabalho). Para ilustrar esse efeito, supondo a taxa de participação estável no nível de fevereiro de 2020 (63,4%), a taxa de desemprego teria atingido 12,9%, no trimestre encerrado em fevereiro (Gráfico 8), e estaria em uma trajetória ascendente.

GRÁFICO 8. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)

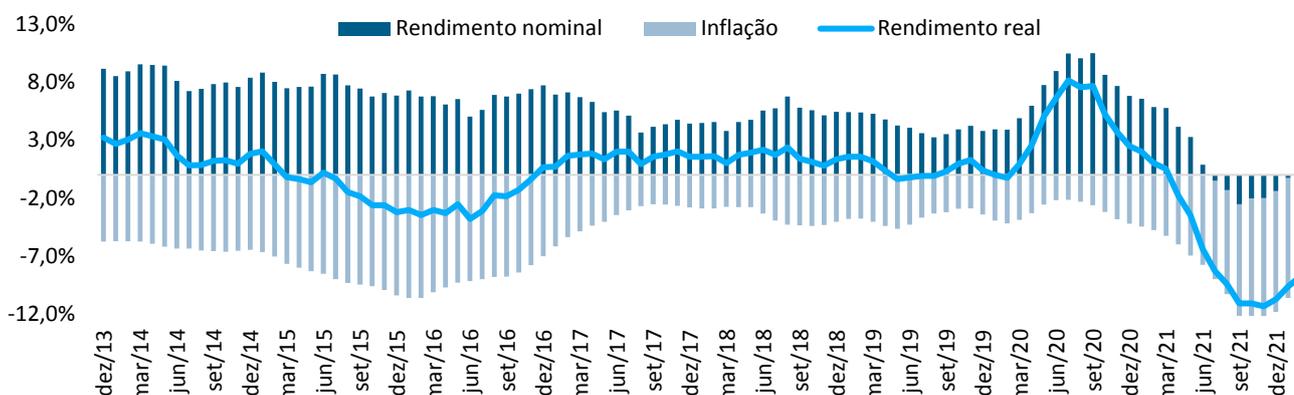


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Expansão de emprego é generalizada, mas predominam contratações nos segmentos informais. O avanço da ocupação na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior está ocorrendo de forma generalizada, embora siga impulsionado principalmente pelos setores informais, com destaque para o número de pessoas ocupadas sem carteira assinada no setor privado (crescimento de 18,5% na comparação anual) e os trabalhadores domésticos sem carteira (22,3%) – posições que estão evoluindo acima do emprego total (9,1%). A população ocupada nos segmentos informais da economia (38,3 milhões no trimestre encerrado em fevereiro) apontou crescimento de 12,4% na comparação com o mesmo período do ano anterior, enquanto o emprego formal (total de 56,9 milhões de pessoas) cresceu 7,0% no período.

Renda real do trabalho em queda pelo efeito da inflação. Ainda segundo dados da PNAD Contínua, o rendimento médio real no trimestre encerrado em fevereiro recuou 8,8% na comparação com o mesmo período do ano anterior. A variação dos rendimentos do trabalho, em termos reais, persiste no terreno negativo em virtude da inflação³ e do enfraquecimento do reajuste nominal, como ilustrado no Gráfico 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 médio. Já a massa de rendimentos do trabalho, indicador que combina a evolução da renda com o número de pessoas ocupadas, recuou 0,2% no trimestre encerrado em fevereiro de 2022 (em termos reais).

GRÁFICO 9. DECOMPOSIÇÃO DA RENDA DO TRABALHO
VARIÇÃO INTERANUAL



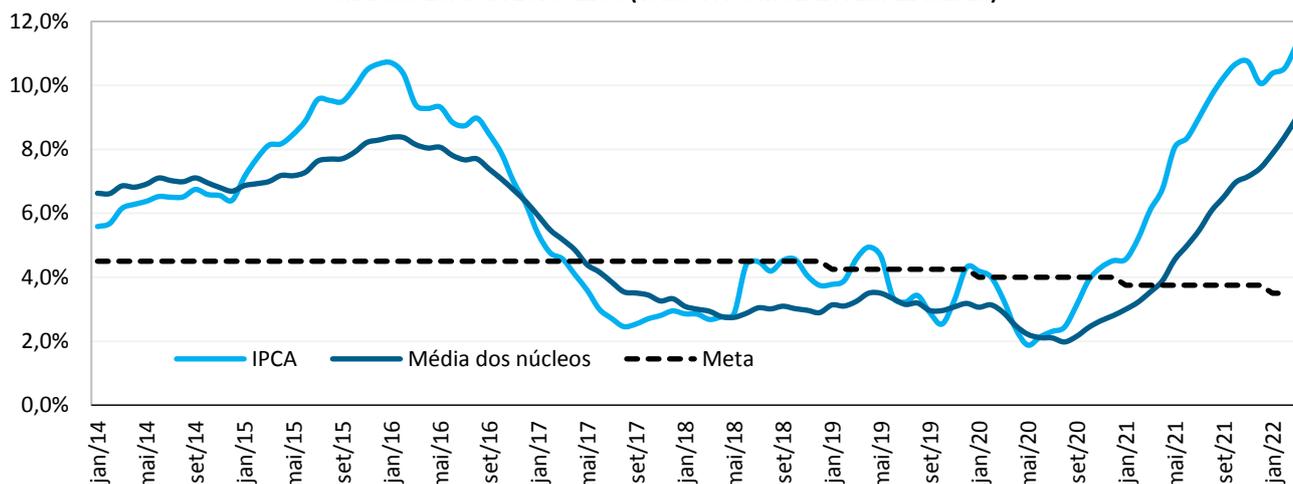
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.3 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor segue pressionada e disseminada. A inflação ao consumidor em março, medida pelo IPCA, registrou alta de 1,62% (11,3% no acumulado em 12 meses, acima dos 10,54% observados nos 12 meses imediatamente anteriores). O resultado, maior para o mês de março desde 1994, ficou 0,61 p.p. acima da taxa de 1,01% de fevereiro. 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). A aceleração da média dos núcleos (de 8,4% em fevereiro para 9,0% em março) – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade – revela pressões disseminadas entre os componentes.

³ O IBGE utiliza o IPCA para o deflacionamento dos rendimentos nominais. O cálculo do valor real é realizado com o deflator da média do último trimestre de coleta divulgado.

GRÁFICO 10. IPCA E NÚCLEOS (VAR. % ACUMULADA EM 12 MESES)



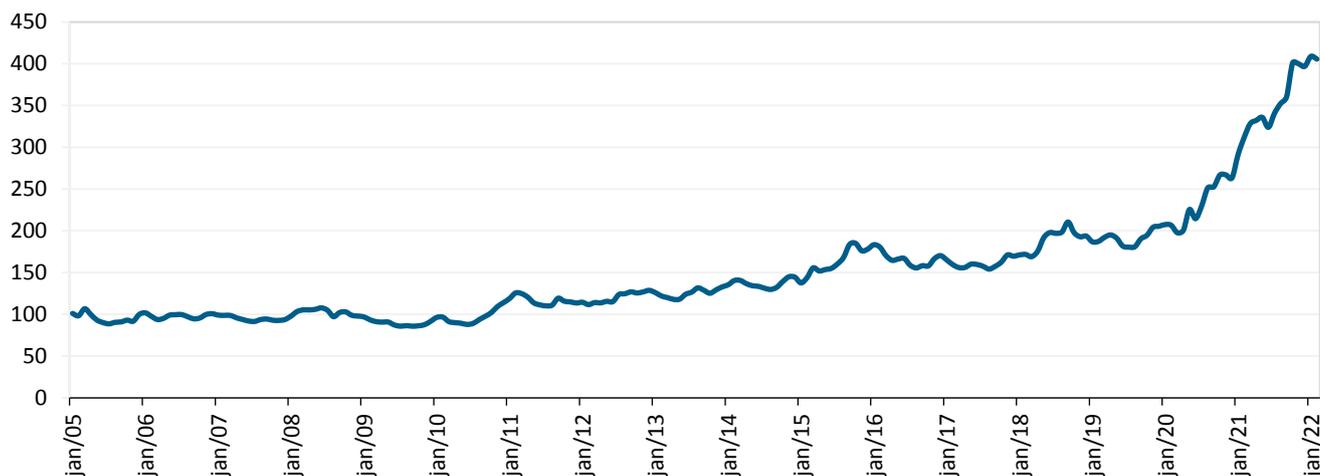
Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Maiores impactos no IPCA de março vieram de combustíveis e alimentos. O grupo com maior variação no mês e impacto no índice cheio foi o de transportes (3,02% e 0,65 p.p.), influenciado, principalmente, pela alta nos preços dos combustíveis (6,70%) – a gasolina subiu 6,95% em março e acumula variação de 27,48% em 12 meses. Na sequência, o grupo alimentação e bebidas (alta de 2,42% em março e 0,51 p.p. de impacto) refletiu, principalmente, o comportamento dos preços dos alimentos para consumo no domicílio (que subiu 3,09% em março e acumula variação de 13,7% em 12 meses). A maior variação dentro do grupo veio dos tubérculos, raízes e legumes (alta de 16,7% em março e 55,9% em 12 meses). Os dois grupos (transportes e alimentação e bebidas), conjuntamente, contribuíram com aproximadamente 72% da taxa de variação do IPCA de março.

Entre fevereiro e março, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de 0,1% para 2,7% (variação acumulada de 14,9% em doze meses). Já os preços livres exibiram alta de 1,2%, praticamente a mesma magnitude de fevereiro (1,2%). Em 12 meses, a variação desses preços passou de 9,0% para 10,0%. A abertura mostra que as pressões vieram, principalmente, da alimentação no domicílio (variação de 3,1% no mês e 13,7% em 12 meses), preços industriais (1,2% e 13,4%) e serviços (0,5% e 6,3%).

Choque de commodities amplifica pressões sobre a inflação ao consumidor. A alta dos preços das commodities no mercado internacional, intensificada pelos desdobramentos do conflito no Leste Europeu, é um dos fatores que explica o quadro de novas pressões sobre a inflação. O Gráfico 11 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 fevereiro de 2022, a alta do IC-Br foi de 47,6%. Como os preços das commodities estão em reais, o indicador capta também o impacto proveniente das variações na taxa de câmbio. A dinâmica recente de apreciação da taxa de câmbio (que passou de R\$ 5,60/ US\$ em dezembro de 2021 para R\$ 4,70/ US\$ no início de abril), explicada, em parte, pela elevação de preços de commodities e pelo aumento de investimentos estrangeiros proporcionados pelo aumento do diferencial entre as taxas de juros domésticas e internacionais, atenua apenas uma parte do efeito sobre os preços domésticos.

GRÁFICO 11. ÍNDICE DE COMMODITIES (DEZ/2005 =100)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

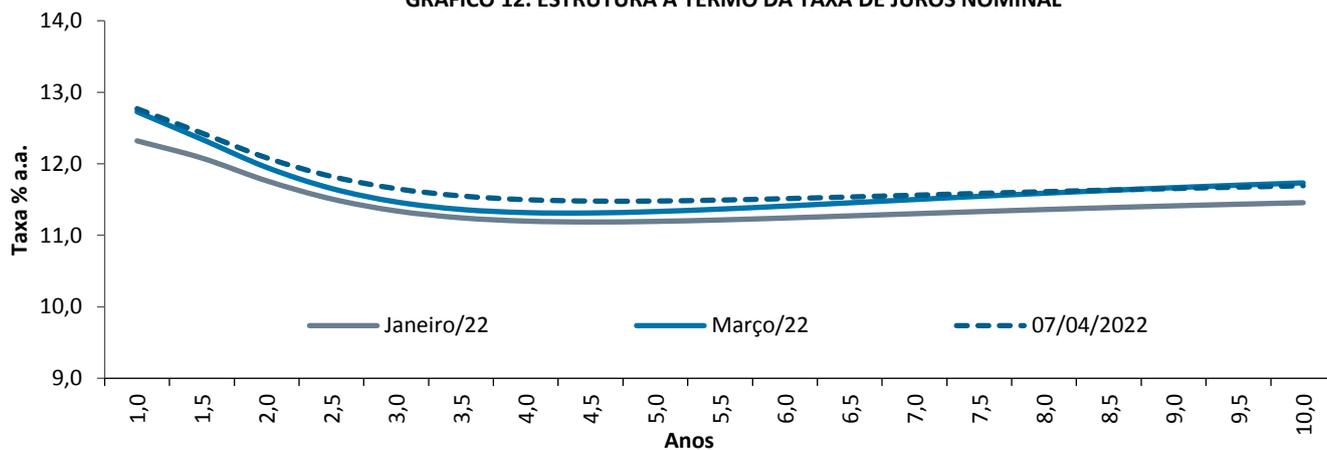
Expectativas de inflação para 2022 e 2023 seguem acima da meta. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus, a perspectiva média para o IPCA de 2022 no final de março alcançou 6,9% (intervalo de um desvio padrão entre 6,3% e 7,3%), situando-se bem acima da meta de 3,5% estabelecida pelo CMN. A inclusão do IPCA de março deve provocar uma nova rodada de revisões para cima, para pelo menos 7,5%. Para 2023, a estimativa de mercado subiu para 3,8%, incorporando a maior inércia vinda de 2022, distanciando-se do centro de referência (3,25%). As estimativas da IFI apresentadas no relatório de dezembro (5,3% e 3,2%) claramente têm viés de alta, e serão atualizadas na edição de maio.

Em sua última reunião, o Copom decidiu elevar a taxa Selic em 1 p.p. para 11,75% a.a. A ata divulgada após a reunião indica que haverá outra elevação de mesma magnitude em maio. Ao discutir a atualização do cenário que justificou a decisão, o Copom destacou que o ambiente externo piorou significativamente com o conflito entre Rússia e Ucrânia, impactando as condições financeiras e elevando a incerteza em torno do cenário econômico mundial. As pressões inflacionárias, que já vinham se acumulando antes da guerra em função de desequilíbrios gerados pela pandemia, se amplificaram.

O Comitê avaliou que a inflação ao consumidor segue surpreendendo negativamente, mantendo-se bem acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta, e que as expectativas de inflação para 2022 e 2023 também caminham fora da meta. O Comitê considera que há mais riscos de alta pesando sobre o seu cenário de referência e que é apropriado continuar elevando os juros para um território ainda mais restritivo à atividade econômica. As decisões à frente, por outro lado, estão indefinidas pela incerteza em relação à duração do conflito e à extensão dos choques sobre os preços de commodities.

Prêmios de risco na curva de juros seguem pressionados. O Gráfico 12 mostra a estrutura a termo de juros – calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias de títulos públicos. O ciclo de alta de juros em curso e a manutenção de riscos relacionados às contas públicas afetam as condições de financiamento, com impactos potenciais adversos sobre a atividade econômica e a dinâmica do endividamento público. A remuneração de um título com prazo de um ano está em 12,7% em termos nominais. As taxas de juros nos horizontes mais longos (até 10 anos) estão ao redor de 11,6% durante todo o período (0,3 p.p. acima das condições observadas em janeiro).

GRÁFICO 12. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.