

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

Crescimento do PIB nominal no primeiro trimestre foi explicado, principalmente, pela elevação do nível de preços. A divulgação das Contas Nacionais Trimestrais pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostrou que o Produto Interno Bruto (PIB) totalizou R\$ 2,249 trilhões em valores correntes (R\$ 8,863 trilhões no acumulado em quatro trimestres). Na comparação com igual período de 2021, o PIB nominal (valor monetário da produção doméstica) subiu 8,9%, influenciado, sobretudo, pela expansão do nível de preços, conforme movimento do deflator implícito (que registrou alta de 7,1%). A variação do PIB real (volume produzido) foi de 1,7%, com destaques para o desempenho do setor de serviços, no lado da oferta, e do consumo das famílias, do governo e do setor externo, na ótica da demanda. O PIB nominal em valores correntes e as taxas de variação trimestral (associadas ao PIB nominal, ao PIB em volume e ao deflator implícito) estão sintetizados na Tabela 1.

TABELA 1. PIB NOMINAL, PIB EM VOLUME E DEFLATOR IMPLÍCITO DO PIB (VARIAÇÃO T/T-4)

	PIB nominal (R\$ trilhões)	PIB nominal	PIB em volume Var. T/T-4	Deflator implícito
2019.I	1,759	4,6%	1,0%	3,5%
2019.II	1,829	5,5%	1,3%	4,1%
2019.III	1,881	6,4%	1,1%	5,2%
2019.IV	1,920	5,5%	1,4%	4,0%
2020.I	1,846	4,9%	-0,1%	5,0%
2020.II	1,722	-5,8%	-10,7%	5,5%
2020.III	1,888	0,4%	-3,7%	4,3%
2020.IV	2,011	4,7%	-0,9%	5,7%
2021.I	2,066	11,9%	1,3%	10,5%
2021.II	2,141	24,3%	12,3%	10,7%
2021.III	2,215	17,3%	4,0%	12,8%
2021.IV	2,258	12,2%	1,6%	10,4%
2022.I	2,249	8,9%	1,7%	7,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

PIB cresce 1,7% em relação ao primeiro trimestre de 2021. Pela ótica da oferta (ou da produção), o crescimento do PIB em volume na comparação interanual foi impulsionado pela expansão observada nos serviços (3,7%), enquanto a indústria e a agropecuária recuam 1,5% e 8,0%, respectivamente (Tabela 2). A agropecuária registrou queda substancial mesmo com a trajetória de elevação dos preços de commodities, absorvendo o efeito de condições climáticas adversas sobre algumas culturas, sobretudo soja.

Na ótica da demanda (ou da despesa), destaque para o desempenho do consumo das famílias (2,2%) e do consumo do governo (3,3%). A formação bruta de capital fixo, por sua vez, registrou queda de 7,2% na comparação anual, após cinco trimestres de crescimento consecutivos. Segundo o IBGE, além do Repetro do primeiro trimestre de 2021, este desempenho é explicado pela queda na produção interna e na importação de bens de capital. No setor externo, as exportações de bens e serviços cresceram 8,1%, enquanto as importações de bens e serviços recuaram 11,0%.

TABELA 2. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB EM VOLUME

	Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)		
	3T-21	4T-21	1T-22	3T-21	4T-21	1T-22
PIB	4,0%	1,6%	1,7%	0,1%	0,7%	1,0%
Ótica da oferta						
Agropecuária	-9,0%	-0,8%	-8,0%	-7,8%	6,0%	-0,9%
Indústria	1,3%	-1,3%	-1,5%	-0,2%	-1,2%	0,1%
Serviços	5,8%	3,3%	3,7%	1,4%	0,6%	1,0%
Ótica da demanda						
Consumo das famílias	4,2%	2,1%	2,2%	0,8%	0,7%	0,7%
Consumo do governo	3,5%	2,8%	3,3%	1,1%	0,9%	0,1%
Formação bruta de capital fixo	18,8%	3,4%	-7,2%	-1,1%	0,8%	-3,5%
Exportações	4,0%	3,3%	8,1%	-7,4%	-0,2%	5,0%
Importações	20,6%	3,7%	-11,0%	-5,6%	0,1%	-4,6%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

O PIB pela ótica da demanda pode ser separado em duas partes: a absorção interna e as exportações líquidas (exportações menos importações), também chamadas de absorção externa. A absorção interna, que representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento, retirou 1,9 ponto percentual (p.p.) da variação do PIB do primeiro trimestre, enquanto as exportações líquidas (exportações menos importações) exerceram influência positiva, adicionando 3,5 p.p. do resultado interanual do PIB. Dentro da absorção interna, o consumo das famílias representou a principal fonte de crescimento do PIB no período (1,3 p.p.), acompanhada pelo consumo do governo (0,6 p.p.). A formação bruta de capital fixo (-1,4 p.p.) e a variação de estoques (-2,3 p.p.) reduziram, conjuntamente, a taxa interanual do PIB em 3,7 p.p. A Tabela 3 exibe as contribuições de cada componente da demanda agregada para a variação interanual do PIB desde o primeiro trimestre de 2021.

TABELA 3. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA (YOY*) DO PIB (P.P.)

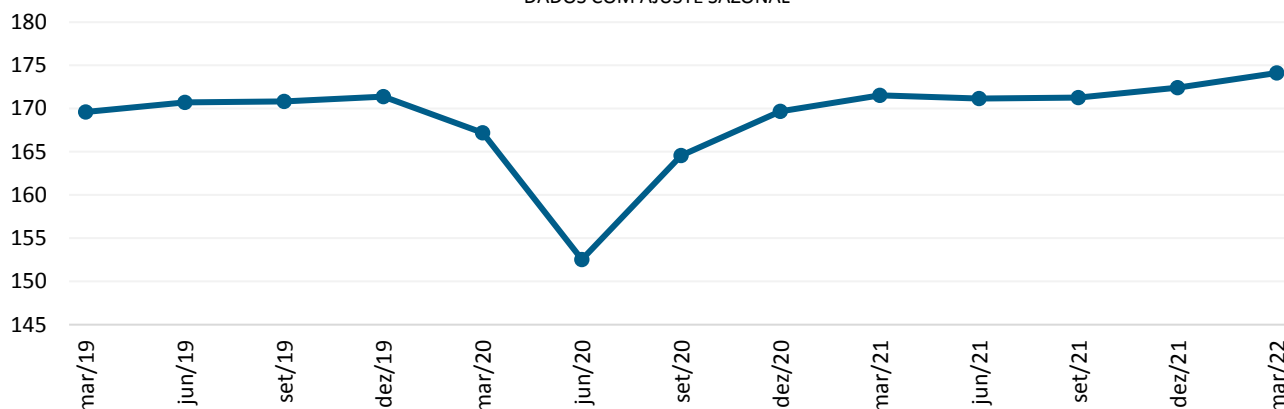
	1T-21	2T-21	3T-21	4T-21	1T-22
PIB	1,3	12,3	4,0	1,6	1,7
Agropecuária	0,5	0,0	-0,6	0,0	-1,0
Indústria	0,6	3,3	0,3	-0,3	-0,3
Serviços	-0,5	7,9	4,1	2,5	2,5
Impostos sobre produtos	0,3	1,7	0,9	0,3	0,1
Absorção interna	2,3	12,8	6,4	1,7	-1,9
Consumo das famílias	-1,1	6,4	2,6	1,3	1,3
Consumo do governo	-0,7	1,3	0,7	0,6	0,6
Formação bruta de capital fixo	2,9	5,0	3,1	0,6	-1,4
Variação de estoques	1,3	0,2	0,0	-0,8	-2,3
Exportações líquidas	-1,1	-0,5	-2,4	-0,1	3,5

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI. *YoY é sigla para "year over year", forma usual de se referir à variação entre dois períodos separados por um ano.

PIB cresceu 1,0% em relação ao quarto trimestre de 2021 na série com ajuste sazonal. Na comparação com o último período do ano anterior, o desempenho do PIB veio pouco acima da nossa expectativa (0,6%). Em nível, a economia encontra-se em patamar 1,6% superior ao último trimestre de 2019 (pré-pandemia).

GRÁFICO 1. PIB - ÍNDICE DE VOLUME TRIMESTRAL (MÉDIA DE 1995 = 100)

DADOS COM AJUSTE SAZONAL



Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

O setor de serviços foi o destaque positivo do primeiro trimestre, com alta de 1,0%, acompanhado por resultados mais modestos da indústria (0,1%) e da agropecuária (-0,9%). Dentro dos serviços, o maior crescimento na comparação com o último trimestre de 2021 ocorreu no componente Outros Serviços¹, beneficiado pela reabertura da economia. Como são atividades que estavam represadas durante os momentos mais críticos da pandemia, é natural que haja esse movimento de expansão agora. A indústria ficou praticamente estável (0,1%), interrompendo uma sequência negativa observada nos últimos três trimestres. Com exceção da indústria extrativa (-3,4%), os demais segmentos avançaram. O setor agropecuário, por sua vez, recuou 0,9%.

Projeções para o crescimento do PIB em volume em 2022 e 2023 são revisadas para 1,4% e 0,8%. A divulgação do PIB do primeiro trimestre deixou um carregamento estatístico (*carry-over*) de 1,5% para 2022, ou seja, supondo variações nulas para os próximos três trimestres, o PIB registraria expansão de 1,5% no ano. A projeção preliminar para o segundo trimestre, realizada a partir de dados de alta frequência disponíveis, indica elevação de 0,4% quando descontado o efeito da sazonalidade. O consumo das famílias contará com um vetor de estímulo proveniente da liberação do FGTS para trabalhadores entre abril e junho. A resiliência da atividade no primeiro trimestre nos levou a ajustar a projeção do PIB de 2022, de 1,0% para 1,4% (valor pouco abaixo do *carry-over*). Ao longo do segundo semestre, espera-se contração do PIB, dada a influência da política monetária mais restritiva e a desaceleração do crescimento mundial sobre o desempenho da economia. O baixo carregamento estatístico deixado pelo desempenho negativo do PIB no final de 2022 motivou um pequeno ajuste da estimativa para o crescimento do PIB em 2023 de 1,0% para 0,8%.

1.2 Mercado de trabalho

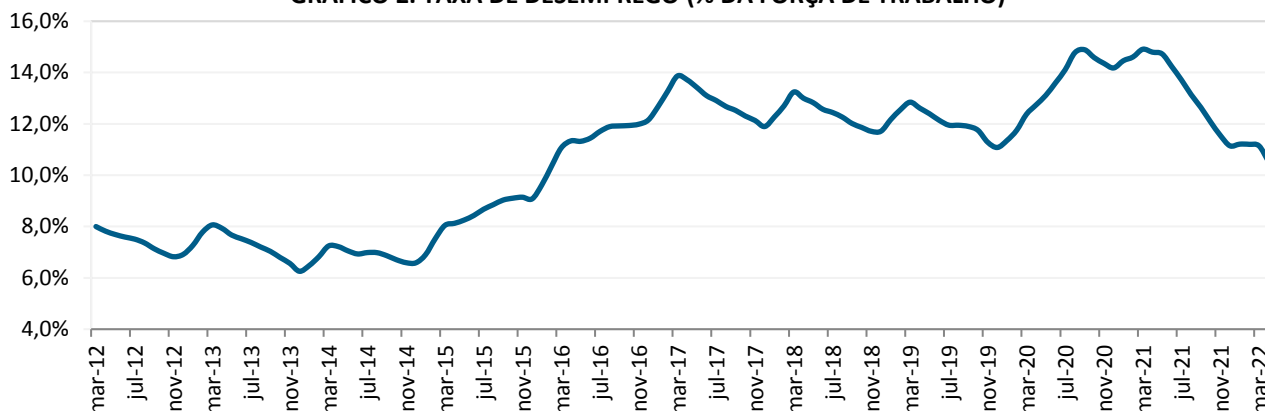
Comportamento do mercado de trabalho segue positivo. Os dados divulgados pelo IBGE na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) foram positivos e mostram uma trajetória de recuperação no mercado de trabalho. A queda da taxa de desemprego ocorre em paralelo ao avanço das contratações e à diminuição do desalento. O rendimento real está se recuperando, o que também é um bom sinal, mas ainda permanece no terreno negativo, corroído pela alta da inflação.

Taxa de desemprego recua de forma expressiva. A taxa de desemprego atingiu 10,5% da força de trabalho no trimestre encerrado em abril, situando-se 4,3 p.p. abaixo da taxa registrada no mesmo período do ano anterior (14,8%),

¹ “Outros serviços” englobam atividades como alojamento e alimentação e atividades artísticas e culturais.

posicionada em patamar inferior aos meses que antecederam a pandemia. O número de pessoas desocupadas (11,3 milhões) ainda segue elevado, mas vem diminuindo e está abaixo do patamar de abril de 2021 (15,2 milhões).

GRÁFICO 2. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Redução do desemprego reflete desempenho positivo das contratações. A queda da taxa de desemprego no trimestre encerrado em abril foi determinada pelo crescimento da população ocupada, cujo contingente atingiu 96,5 milhões de pessoas (expansão de 10,3% na comparação interanual), superando o avanço da força de trabalho (5,1%) – que contempla a população que está à procura de emprego e a população ocupada. A população ocupada nos segmentos informais da economia (38,7 milhões de pessoas) – que abrangem ocupações de menor remuneração – apontou crescimento de 12,8% na comparação com o mesmo período do ano anterior, enquanto o emprego formal (57,8 milhões) subiu 8,8% no período. O nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar) atingiu 55,8% no trimestre encerrado em abril, retornando ao patamar do período pré-pandemia (55,9%). O comportamento positivo do mercado de trabalho, com forte criação de vagas, motivou a redução da projeção para a taxa de desemprego média de 2022 de 11,2% para 11,0%.

TABELA 4. INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO

Item	Valores			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior		
	abr/20	abr/21	abr/22	abr/20	abr/21	abr/22
A - População em idade ativa	169,6	171,2	172,8	1,0%	1,0%	0,9%
A.1 - População fora da força de trabalho	66,3	68,6	64,9	8,4%	3,4%	-5,3%
A.2 - População na força de trabalho	103,3	102,7	107,9	-3,2%	-0,6%	5,1%
A.2.1 - População desocupada	13,2	15,2	11,3	-2,2%	15,4%	-25,3%
A.2.2 - População ocupada	90,1	87,5	96,5	-3,3%	-3,0%	10,3%
População ocupada no mercado informal	34,6	34,3	38,7	-8,4%	-0,6%	12,8%
População ocupada no mercado formal	55,6	53,1	57,8	0,2%	-4,4%	8,8%
Taxa de desemprego (A.2.1/A.2)	12,7%	14,8%	10,5%	0,1 p.p.	2,1 p.p.	-4,3 p.p.
Nível de ocupação (A.2.2/A)	53,2%	51,1%	55,8%	-2,4 p.p.	-2,1 p.p.	4,8 p.p.
Taxa de participação (A.2/A)	60,9%	60,0%	62,4%	-2,6 p.p.	-1,0 p.p.	2,5 p.p.

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Taxa de participação avança, mas permanece em patamar inferior ao período pré-pandemia. A expansão da força de trabalho, composta pelas pessoas ocupadas ou procurando ocupação, impacta positivamente a taxa de participação,

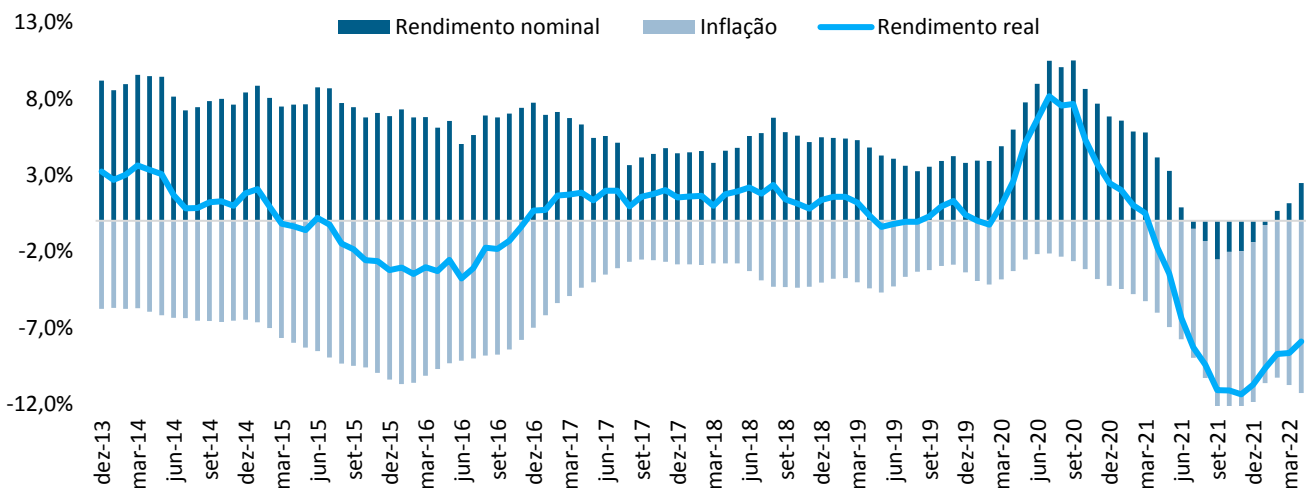
que é a medida do movimento de entrada e saída de pessoas em idade de trabalhar no mercado de trabalho. O indicador, expresso como a relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar, passou de 60,0% no trimestre encerrado em abril de 2021 para 62,4% atualmente. A taxa de participação está evoluindo de forma positiva, uma vez que o arrefecimento da crise sanitária estimula o retorno de pessoas ao mercado de trabalho, embora siga em patamar inferior aos meses que antecederam a pandemia (63,4%).

Queda do desalento também compõe quadro de maior dinamismo no mercado de trabalho. A população desalentada é composta por indivíduos que gostariam de trabalhar, mas desistiram de procurar emprego porque acreditam que não há vagas adequadas disponíveis. No trimestre encerrado em abril, havia 4,5 milhões de pessoas nessa condição no país – número 24,6% menor comparativamente ao mesmo período de 2021 (5,9 milhões). O percentual de desalentados na população fora da força de trabalho recuou de 8,5%, em abril de 2021, para 6,9%, em abril de 2022.

Salários, por outro lado, são corroídos pela alta da inflação. Além da piora do poder de compra devido à inflação alta e persistente, o aumento das contratações em atividades de menor remuneração (feito composição) também ajuda a explicar a manutenção dos rendimentos do trabalho em um terreno negativo. Na comparação com abril do ano passado, a variação do rendimento médio real foi de -7,9%. Já a massa de rendimentos do trabalho, indicador que combina a evolução da renda com o número de pessoas ocupadas, avançou 1,9% na mesma comparação, sustentada pela recuperação do emprego.

GRÁFICO 3. DECOMPOSIÇÃO DA RENDA DO TRABALHO

VARIÇÃO INTERANUAL

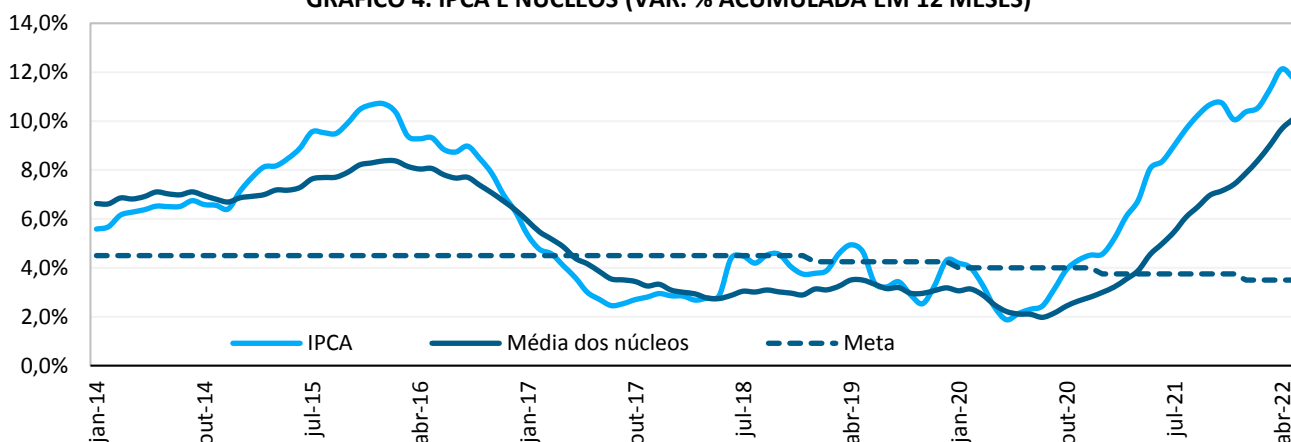


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.3 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor desacelera em maio. A inflação ao consumidor em maio, medida pelo IPCA, registrou alta de 0,47% (11,73% no acumulado em 12 meses, abaixo dos 12,1% observados nos 12 meses imediatamente anteriores). O resultado ficou 0,59 p.p. abaixo da taxa de 1,06% de abril. Apesar da desaceleração em maio, o elevado índice de difusão (72,4%) e o avanço da média dos núcleos (de 9,69% em abril para 10,11% em maio) – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade – revelam um quadro de inflação ainda persistente e disseminada entre os produtos que compõem o IPCA. A inflação se manteve 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).

GRÁFICO 4. IPCA E NÚCLEOS (VAR. % ACUMULADA EM 12 MESES)



Fonte: IBGE, e Banco Central. Elaboração: IFI.

Dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados, oito tiveram alta em maio. O maior impacto no índice cheio veio do grupo Transportes (alta de 1,34% em maio e 0,30 p.p. de impacto), embora tenha desacelerado em relação ao mês anterior (1,91%). Apesar da alta nos preços das passagens aéreas, o avanço dos combustíveis foi menor comparativamente ao mês anterior, após altas significativas nos preços das refinarias em março, que foram repassadas para o consumidor em março e em abril. O grupo habitação foi o único a registrar variação negativa (-1,70%), influenciado pela queda nos preços da energia elétrica. Vale destacar que, desde 16 de abril, passou a vigorar a bandeira tarifária verde, sem cobrança extra na conta de luz.

Alívio no IPCA de maio vem dos preços administrados e da alimentação no domicílio; preços de serviços aceleram. Entre abril e maio, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de 0,55% para -0,51% (variação acumulada de 12,09% em doze meses). Já os preços livres exibiram alta de 0,83%, desacelerando frente a abril (1,25%). Em 12 meses, a variação desses preços avançou de 11,10% para 11,60%. A abertura existente para os preços livres mostra que a maior pressão em maio veio dos serviços (variação de 0,85% no mês e 8,00% em 12 meses). Os preços da alimentação no domicílio tiveram algum alívio (0,4% e 16,3%), enquanto a desaceleração dos preços industriais foi pouco significativa (1,06% e 13,97%).

TABELA 5. IPCA: VARIAÇÃO NO MÊS E EM 12 MESES

Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	mar/22	abr/22	mai/22	mar/22	abr/22	mai/22
IPCA	1,62%	1,06%	0,47%	11,30%	12,13%	11,73%
Preços administrados	2,65%	0,55%	-0,51%	14,85%	15,05%	12,09%
Preços livres	1,24%	1,25%	0,83%	10,04%	11,10%	11,60%
Alimentação no domicílio	3,09%	2,59%	0,43%	13,72%	16,11%	16,35%
Serviços	0,45%	0,66%	0,85%	6,28%	6,93%	8,00%
Industrializados	1,21%	1,22%	1,06%	13,44%	14,22%	13,97%
Média dos núcleos	0,98%	0,95%	0,93%	9,01%	9,69%	10,11%

Fonte: IBGE e BancoCentral. Elaboração: IFI.

Pressões correntes motivam revisão da estimativa do IPCA de 2022 e 2023 para 8,6% e 4,2%, respectivamente. Mesmo com a desaceleração do resultado de maio, o quadro de inflação corrente ainda persistente, evidenciado pela forte alta dos núcleos, motivou a revisão do IPCA de 2022 de 7,9% para 8,6%. A alta dos preços das commodities e o fôlego do

consumo reforçam esse ambiente. A maior inércia afeta, conseqüentemente, a variação esperada para 2023, que passou de 4,0% para 4,2%.

Redução de impostos federais e eventual aprovação do PLP 18 e da PEC 16, ambos de 2022, trariam mudança significativa às projeções. As iniciativas devem produzir uma tendência de baixa sobre a inflação desse ano e de alta no próximo, com impacto de até -2,8 p.p. no IPCA de 2022 e +1,0 p.p. no IPCA de 2023. Nossas contas iniciais indicam que o estabelecimento de um limite para as alíquotas do ICMS sobre combustíveis, energia elétrica, comunicações e transporte coletivo – contido no Projeto de Lei Complementar nº 18, de 2022 (PLP 18) – produziria um impacto de até -1,8 p.p. no IPCA de 2022 caso haja repasse integral para o consumidor final.

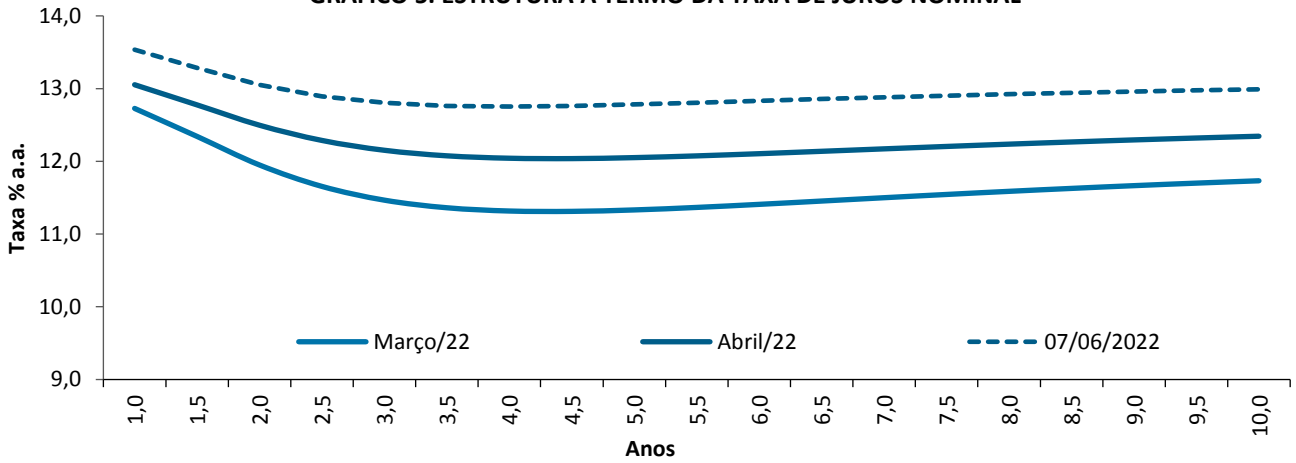
Adicionalmente, a redução para zero de impostos federais (Cide e PIS/Cofins) sobre gasolina e etanol e das alíquotas do ICMS sobre diesel e GLP, com vigência até o final do ano, poderia retirar 1,0 p.p. adicional da inflação de 2022. No caso do ICMS, a Proposta de Emenda à Constituição nº 16, de 2022 (PEC 16) prevê a compensação pela União aos Estados que: a) zerarem a alíquota do ICMS sobre óleo diesel e gás liquefeito de petróleo; e b) estabelecerem alíquota de 12% para o ICMS sobre o etanol comercializado em seu território.

A recomposição das alíquotas estaduais e da Cide e do PIS/Cofins em 2023 produziria, naturalmente, um impacto de mesma magnitude e sinal contrário (+1,0 p.p.) sobre a variação do IPCA do próximo ano. Portanto, esse conjunto de iniciativas (efeito estimado em -2,8 p.p. sobre 2022 e +1,0 p.p. sobre 2023) produz uma tendência de baixa para o IPCA de 2022 e de alta para 2023. As projeções, de toda forma, serão calibradas com informações mais concretas obtidas durante as tramitações.

Estimativas para a taxa Selic foram mantidas, embora espaço para cortes nos juros no próximo ano pode se reduzir. Os dados recentes mostram um quadro de resiliência da atividade econômica e inflação ainda persistente e disseminada. Apesar da desaceleração do IPCA na última divulgação, os núcleos seguem pressionados e o índice de difusão acima de 70%. Em maio, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu elevar a taxa básica de juros em 1,0 p.p., para 12,75%. Conforme sinalizações (no comunicado e na ata do encontro de maio) de um ajuste de menor magnitude e a proximidade do fim do ciclo de alta, os juros deverão subir para 13,25% na reunião de junho. Nossas projeções para a taxa Selic ao final de 2022 e 2023 foram mantidas em 13,25% e 9,5%, embora o deslocamento das pressões inflacionárias para o próximo ano possa afetar o espaço para redução dos cortes previstos atualmente.

Curva de juros sobe após divulgação das iniciativas para conter a alta dos combustíveis e a inflação em 2022. O Gráfico 5 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. Observa-se que, após o anúncio das medidas propostas pelo governo, a remuneração em termos nominais de um título com prazo de um ano subiu comparativamente ao que se observava um mês atrás, ao mesmo tempo em que a parte mais longa da curva deslocou-se para cima, provavelmente, refletindo o aumento da percepção do risco fiscal.

GRÁFICO 5. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.