

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

PIB em valores correntes totalizou R\$ 8,679 trilhões, em 2021, registrando alta nominal de 16,2% na comparação com o ano anterior. A divulgação das Contas Nacionais Trimestrais pelo IBGE mostrou que o PIB em 2021 totalizou R\$ 8,679 trilhões no acumulado de quatro trimestres em 2021. No ano passado, o PIB nominal (valor monetário da produção doméstica) cresceu 16,2%, influenciado pela expansão do nível de preços visto no movimento do deflator implícito (alta de 11,4%) e, em menor grau, pelo crescimento do PIB real (volume produzido), de 4,6%. As taxas de variação associadas ao PIB nominal, ao PIB em volume e ao deflator implícito estão sintetizadas na Tabela 1.

TABELA 1. PIB NOMINAL, PIB EM VOLUME E DEFLATOR IMPLÍCITO DO PIB (ACUMULADO EM 4 TRIMESTRES)

	PIB nominal (R\$ trilhões)	PIB nominal Var. acumulada em 4 trimestres	PIB em volume Var. acumulada em 4 trimestres	Deflator implícito
2019.I	7,082	6,0%	1,6%	4,3%
2019.II	7,177	5,8%	1,5%	4,2%
2019.III	7,290	5,6%	1,3%	4,3%
2019.IV	7,389	5,5%	1,2%	4,2%
2020.I	7,475	5,6%	0,9%	4,6%
2020.II	7,369	2,7%	-2,1%	4,9%
2020.III	7,377	1,2%	-3,3%	4,6%
2020.IV	7,468	1,1%	-3,9%	5,1%
2021.I	7,688	2,8%	-3,5%	6,6%
2021.II	8,106	10,0%	1,9%	7,9%
2021.III	8,433	14,3%	3,9%	10,0%
2021.IV	8,679	16,2%	4,6%	11,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Variação do deflator implícito do PIB superou o IPCA em 2,8 pontos percentuais. O deflator implícito do PIB, obtido nas Contas Nacionais, é uma medida de inflação mais ampla que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), pois sua variação reflete os preços de todos os bens e serviços produzidos internamente (não apenas de uma cesta específica, como no caso dos índices de preços). Como se observa na Tabela 2, a diferença entre as variações médias¹ do deflator do PIB e do IPCA chegou a 2,8 pontos percentuais (p.p.), 11,1% menos 8,3%, superior à diferença entre o deflator do PIB e a média ponderada do IPCA e do IGP-DI² (11,1% menos 11,2% = -0,1 p.p.) no quarto trimestre de 2021. A variação do IGP-DI, mais abrangente que o IPCA e mais sensível ao comportamento da taxa de câmbio e aos preços internacionais de *commodities*, está rodando acima de dois dígitos desde o último trimestre de 2020. O monitoramento dessas diferenças é importante, pois a trajetória dos indicadores fiscais expressados em relação ao PIB nominal é afetada pela dinâmica do deflator implícito.

¹ A variação utilizada para comparar os índices de preços entre um ano e outro é igual à variação percentual entre a média do número-índice no ano t e a média do número índice no ano t-1.

² A média ponderada do IPCA e do IGP-DI é utilizada pelo Banco Central para inflacionar o índice de volume da estimativa do PIB mensal, empregado no cálculo da relação entre agregados econômicos mensais (como dívida pública, saldo em transações correntes e saldo de crédito) e o PIB. Os pesos do IPCA e do IGP-DI foram estimados pela IFI através de uma regressão com frequência anual a partir das variações médias do deflator implícito do PIB, do IPCA e do IGP-DI.

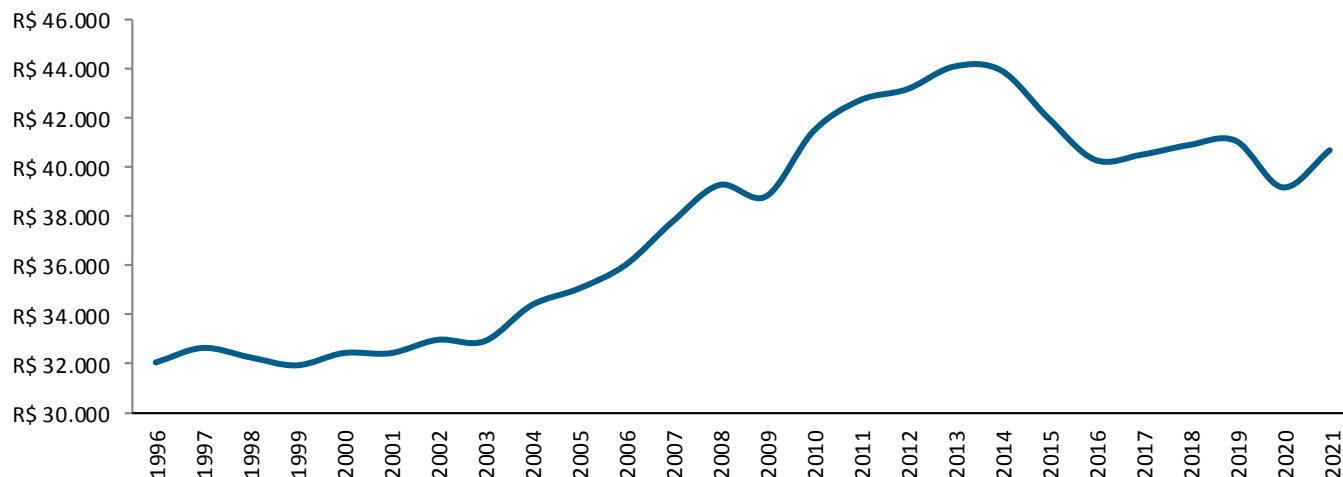
TABELA 2. ÍNDICES DE PREÇOS (VARIAÇÕES MÉDIAS)

	Deflator implícito	IPCA	IGP-DI	Média ponderada IPCA e IGP-DI
Média 1997 - 2018	7,6%	6,3%	7,8%	6,5%
2019.I	4,3%	4,0%	7,7%	4,5%
2019.II	4,2%	4,2%	8,1%	4,8%
2019.III	4,3%	3,9%	6,8%	4,4%
2019.IV	4,2%	3,7%	6,0%	4,1%
2020.I	4,6%	3,7%	6,0%	4,0%
2020.II	4,9%	3,1%	5,9%	3,5%
2020.III	4,6%	3,0%	8,6%	3,8%
2020.IV	5,1%	3,2%	13,0%	4,7%
2021.I	6,6%	3,6%	18,6%	5,8%
2021.II	7,9%	5,0%	25,6%	8,1%
2021.III	10,0%	6,7%	28,9%	10,1%
2021.IV	11,1%	8,3%	27,3%	11,2%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O PIB cresceu 4,6% em 2021 em termos reais; já o PIB per capita aumentou 3,9%. Em linha com a estimativa apresentada pela IFI revisão de cenários promovida em dezembro de 2021³, a economia brasileira cresceu 4,6% no ano passado, recuperando a perda de 3,9% em 2020, ocasionada pelo forte impacto inicial da pandemia. O PIB per capita, indicador de riqueza média, definido como a razão entre o valor do PIB e a população residente, atingiu R\$ 40.688, e cresceu 3,9% em termos reais. O Gráfico 1 mostra a evolução do PIB per capita desde 1996. Apesar da alta em 2021, o indicador ainda está abaixo de 2019 (pré-pandemia) e de 2013 (valor mais alto da série histórica).

GRÁFICO 1. PIB PER CAPITA (PREÇOS DE 2021)



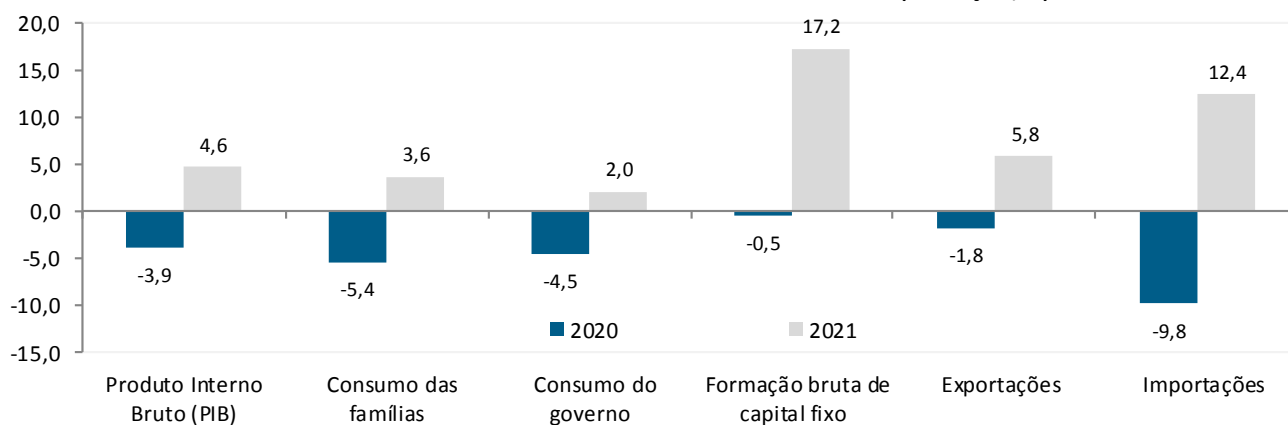
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Oferta e demanda. Pela ótica da oferta (ou da produção), o crescimento de 4,6% do PIB em volume em 2021, quando comparado ao ano anterior, foi impulsionado pela expansão observada nos serviços (4,7%), como reflexo da reabertura da economia e aumento da mobilidade, e na indústria (4,5%), enquanto a agropecuária recuou 0,2%. Na ótica da demanda

³ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/594517/RAF59_DEZ2021_1_Contexto_macro.pdf

(ou da despesa), houve crescimento generalizado entre os componentes, com destaque ao desempenho da formação bruta de capital fixo (17,2%), do consumo das famílias (3,6%), e do consumo do governo (2,0%). O bom desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) no ano passado refletiu, em grande medida, o crescimento do componente de máquinas e equipamentos (variação de 23,6% em 2021), seguido pela construção civil (12,8%) e outros ativos fixos (11,2%). No setor externo, as exportações de bens e serviços cresceram 5,8%, enquanto o crescimento das importações de bens e serviços foi de 12,4% (Gráfico 2).

GRÁFICO 2. PIB E COMPONENTES PELO LADO DA DEMANDA (VARIAÇÃO, %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Investimento representou a principal fonte de crescimento para o PIB em 2021. Pela ótica da demanda, a absorção interna, que representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento, contribuiu com 5,6 p.p. para a variação do PIB em 2021, enquanto as exportações líquidas (exportações menos importações) exerceram influência negativa, retirando 1,0 pontos de porcentagem do resultado do ano. Isso porque as importações exibiram variação mais expressiva que as exportações. Dentro da absorção interna, a FBCF (2,9 p.p.) representou a principal fonte de crescimento do PIB no período, acompanhada na sequência pelo consumo das famílias (2,3 p.p.) e pelo consumo do governo (0,5 p.p.). A Tabela 3 exibe as contribuições de cada componente da demanda agregada para a variação do PIB desde 2016.

TABELA 3. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES DO PIB (P.P.)

Contribuições para a variação real do PIB (p.p.)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Absorção interna	-4,7	1,5	2,2	1,8	-5,1	5,6
Consumo das famílias	-2,5	1,3	1,5	1,7	-3,5	2,3
Consumo do governo	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,9	0,5
Formação bruta de capital fixo	-2,2	-0,4	0,8	0,6	-0,1	2,9
Variação de estoques	-0,2	0,8	-0,3	-0,4	-0,5	0,0
Exportações líquidas	1,5	-0,2	-0,4	-0,6	1,2	-1,0

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Taxa de investimentos alcançou 19,2% do PIB, influenciada pelo avanço real da FBCF, em maior medida, mas também pelo aumento do preço relativo do investimento. Como se observa na Tabela 4, a taxa de investimentos a preços correntes (razão entre o valor dos investimentos e o valor do PIB) alcançou 19,2% no quarto trimestre de 2021 (considerando a variação acumulada em quatro trimestres), avançando 2,6 p.p. em relação ao mesmo período ano

anterior (16,6%) e 1,0 p.p. à média do período de 1997-2018 (18,1%). A variação da taxa de investimentos entre 2020 e 2021 foi influenciada pelo forte aumento nominal da FBCF (34,2%), que superou o crescimento do PIB (16,2%). No ano passado, o crescimento da FBCF em termos nominais refletiu o crescimento real (17,2%) e o incremento de 11,1% dos preços medidos pelo deflator da FBCF.

TABELA 4. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB EM VOLUME

	Taxa de investimento FBCF/PIB	FBCF nominal	FBCF real Var. acum. em 4 trimestres	Deflator da FBCF	Deflator do PIB
Média 1997 - 2018	18,1%	9,3%	2,0%	7,3%	7,6%
2019.I	15,2%	10,7%	5,1%	5,3%	4,3%
2019.II	15,4%	11,5%	5,9%	5,3%	4,2%
2019.III	15,5%	9,5%	4,8%	4,4%	4,3%
2019.IV	15,5%	8,1%	4,0%	3,9%	4,2%
2020.I	15,8%	9,3%	5,1%	4,0%	4,6%
2020.II	15,7%	4,4%	-0,3%	4,7%	4,9%
2020.III	15,7%	2,4%	-3,5%	6,1%	4,6%
2020.IV	16,6%	8,5%	-0,5%	9,1%	5,1%
2021.I	17,5%	14,5%	2,2%	12,0%	6,6%
2021.II	18,3%	28,5%	13,0%	13,7%	7,9%
2021.III	19,0%	38,8%	20,2%	15,4%	10,0%
2021.IV	19,2%	34,2%	17,2%	14,4%	11,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Como analisado por Borça Jr. (2022)⁴, além da contribuição do crescimento em volume da FBCF, afetado, em alguma medida, pelo ciclo de alta de preços de *commodities* e pelo movimento contábil de internalização de plataformas de exploração e produção de petróleo e gás⁵, outra parcela relevante do incremento da relação FBCF/PIB em relação a 2020 advém do aumento do preço relativo do investimento (razão entre o deflator da FBCF e o deflator do PIB). Nas contas do autor, pouco mais 25% do incremento da taxa de investimento entre 2020 e 2021 ocorreu em virtude de fatores específicos que não o crescimento real da FBCF. Em outras palavras, o aumento substancial na taxa de investimentos não representa ampliação de mesma magnitude da capacidade produtiva.

O deflator da FBCF registrou expansão de 14,4% em 2021, acima da variação dos preços da economia como um todo, medidos pelo deflator implícito do PIB (11,1%). Segundo Bacha e Bonelli (2013)⁶, o comportamento do preço relativo da FBCF pode ser explicado, em parte, pela participação das máquinas importadas no total de máquinas e equipamentos que entram na FBCF (revelando o custo da substituição de importações de bens de capital) e a taxa de câmbio real (dada a importância do componente importado no investimento). O salto do preço relativo do investimento a partir de meados de 2020 pode, portanto, estar refletindo o encarecimento dos preços de produtos importados, impulsionados tanto pelas restrições nas cadeias globais de fornecimento quanto pela desvalorização do câmbio no período.

PIB avança 0,5% no quarto trimestre de 2021. O PIB (em volume) apresentou crescimento de 0,5% na comparação do quarto trimestre de 2021 contra o terceiro trimestre do ano, levando-se em consideração a série com ajuste sazonal, após queda de 0,1% nos três meses anteriores. Do lado da oferta, a agropecuária e os serviços apresentaram variação

⁴ Em análise publicada no Blog do IBRE, disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/investimento-em-alta-no-brasil-mas-nem-tudo-que-reluz-e-ouro>

⁵ No âmbito do Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro).

⁶ Bacha, E. e Bonelli, R. "Crescimento Brasileiro Revisitado" em *Desenvolvimento Econômico: Uma Perspectiva Brasileira*, editado por Veloso, F., Ferreira, P.C., Giambiagi, F. e Pessoa, S. Elsevier, 2013

positiva de 5,8% e 0,5%, respectivamente, enquanto a indústria recuou 1,2%. Pela ótica da despesa, houve crescimento da despesa de consumo das famílias (0,7%), da despesa de consumo do governo (0,8%) e da formação bruta de capital fixo (0,4%). No que se refere ao setor externo, as exportações de bens e serviços caíram 2,4%, enquanto as importações avançaram 0,5% em relação ao terceiro trimestre de 2021.

TABELA 5. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB EM VOLUME

	Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)		
	2T-21	3T-21	4T-21	2T-21	3T-21	4T-21
PIB	12,3%	4,0%	1,6%	-0,3%	-0,1%	0,5%
Ótica da oferta						
Agropecuária	0,1%	-9,0%	-0,8%	-2,8%	-7,4%	5,8%
Indústria	16,6%	1,3%	-1,3%	-0,8%	-0,1%	-1,2%
Serviços	11,0%	5,8%	3,3%	0,6%	1,2%	0,5%
Ótica da demanda						
Consumo das famílias	10,5%	4,2%	2,1%	-0,2%	1,0%	0,7%
Consumo do governo	5,8%	3,5%	2,8%	1,1%	1,1%	0,8%
Formação bruta de capital fixo	33,1%	18,8%	3,4%	-3,8%	-0,6%	0,4%
Exportações	14,2%	4,0%	3,3%	13,7%	-9,8%	-2,4%
Importações	20,3%	20,6%	3,7%	-0,9%	-5,1%	0,5%

Fonte: IBGE. Elaboração IFI.

Resultado do quarto trimestre deixou *carry-over*⁷ de 0,3% para 2022. O carregamento estatístico deixado para 2022 indica que, caso permaneça estagnado ao longo de 2022, o PIB fecharia o ano com alta de 0,3%. Alguns indicadores já conhecidos referentes ao primeiro trimestre reforçam o quadro de dificuldades para a retomada do crescimento econômico. A produção industrial e as vendas no varejo ampliado, por exemplo, recuaram no mês inicial de 2022, enquanto os índices de confiança do consumidor e dos empresários apresentaram dinâmicas distintas em fevereiro.

Produção industrial recua 2,4% entre dezembro e janeiro. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria geral recuou 2,4% na passagem de dezembro para janeiro (na série com ajuste sazonal). O resultado no mês foi impactado pelo pior desempenho da indústria extrativa (-5,2%), refletindo, em alguma medida, a suspensão temporária da produção de minério de ferro em Minas Gerais devido às fortes chuvas que atingiram o estado. A indústria de transformação (-2,2%) também recuou, com destaque para o setor automotivo (-17,4%).

A contração na atividade industrial foi acompanhada por todas as quatro grandes categorias econômicas: bens de capital (-5,6%), bens intermediários (-1,9%), bens de consumo duráveis (-11,5%) e bens de consumo semi e não duráveis (-0,5%). Vale dizer que o resultado negativo em fevereiro deixou um *carry-over* de -0,6% para a atividade industrial no primeiro trimestre de 2022.

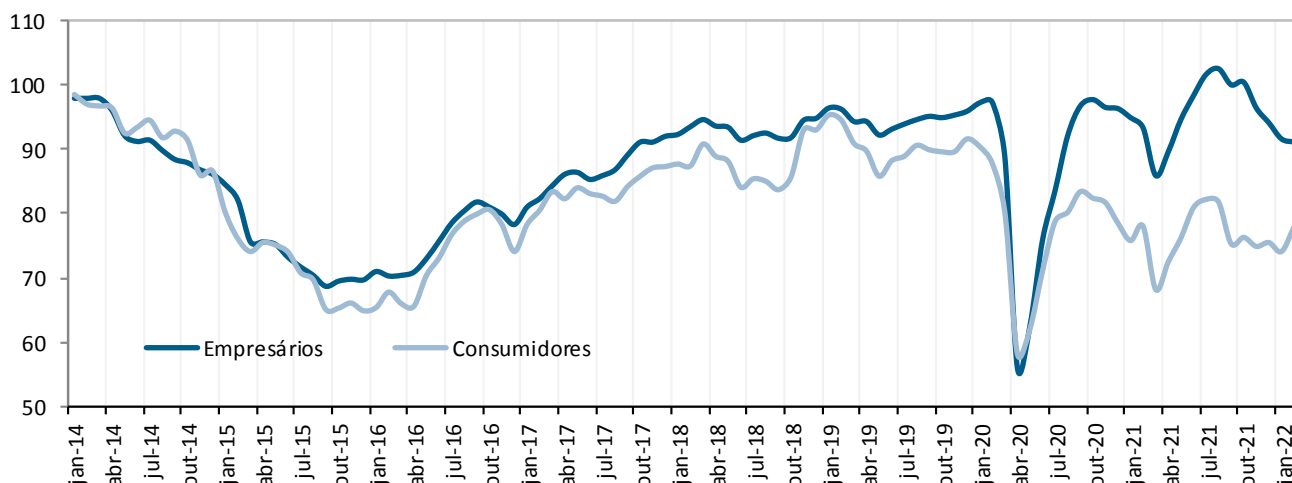
Varejo ampliado recua 0,3% em janeiro. O volume de vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio) cresceu 0,3% entre dezembro e janeiro no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção. A abertura da pesquisa mostra que sete das dez atividades do varejo recuaram em janeiro, com destaque para o desempenho das vendas de “veículos, motos, partes e peças” (-1,9%). O resultado negativo da PMC em fevereiro deixou um *carry-over* de 0,1% para as vendas no varejo ampliado no primeiro trimestre de 2022.

⁷ *Carry-over* (ou carregamento estatístico) representa a taxa de crescimento anual do indicador supondo que seu patamar seja idêntico ao do último trimestre do ano anterior. Ilustra, assim, uma representação da taxa de crescimento no ano que se inicia em um cenário sem surpresas negativas ou positivas.

Índices de confiança mostram sinais mistos em fevereiro. De acordo com a Fundação Getúlio Vargas (FGV), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) subiu 3,8 pontos entre janeiro e fevereiro. O desempenho do ICC refletiu a melhora das avaliações da situação atual e das expectativas para os próximos meses, influenciado, provavelmente, pelos pagamentos do Auxílio Brasil e pelas melhores perspectivas para o mercado de trabalho com o enfraquecimento da onda de covid-19 provocada pela variante Ômicron.

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), recuou 0,5 ponto na mesma comparação (já em queda pelo quinto mês consecutivo), com a piora das percepções sobre a situação corrente. Como a coleta de dados ocorreu antes da guerra desencadeada pela invasão da Ucrânia pela Rússia, as próximas divulgações devem trazer negativos para os índices de confiança, com impactos sobre as perspectivas de consumo e dos investimentos privados.

GRÁFICO 3. ÍNDICES DE CONFIANÇA (SÉRIES DESSAZONALIZADAS)



Fonte: FGV. Elaboração: IFL.

Impacto da guerra deve elevar inflação e reduzir perspectiva de crescimento econômico em termos globais. O agravamento de tensões geopolíticas produzido pela invasão da Ucrânia pela Rússia traz consequências à cena econômica. A mais imediata diz respeito ao aumento nos preços das *commodities* internacionais, em especial de energia e de alimentos. O conflito e as sanções impostas à Rússia trazem volatilidade ao cenário de preços pela possibilidade da 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 intensificar a redução do poder de compra dos salários e, portanto, da renda disponível das famílias para o consumo. O ambiente permeado de incertezas, adicionalmente, gera aversão ao risco nos mercados financeiros, com o direcionamento do fluxo de capitais para ativos de menor risco, e reduz os investimentos corporativos.

O efeito sobre o PIB mundial deve ser negativo, embora a magnitude dos impactos dependa da extensão do conflito militar, iniciado no dia 24 de fevereiro. A ausência de progresso nas negociações diplomáticas pelo término

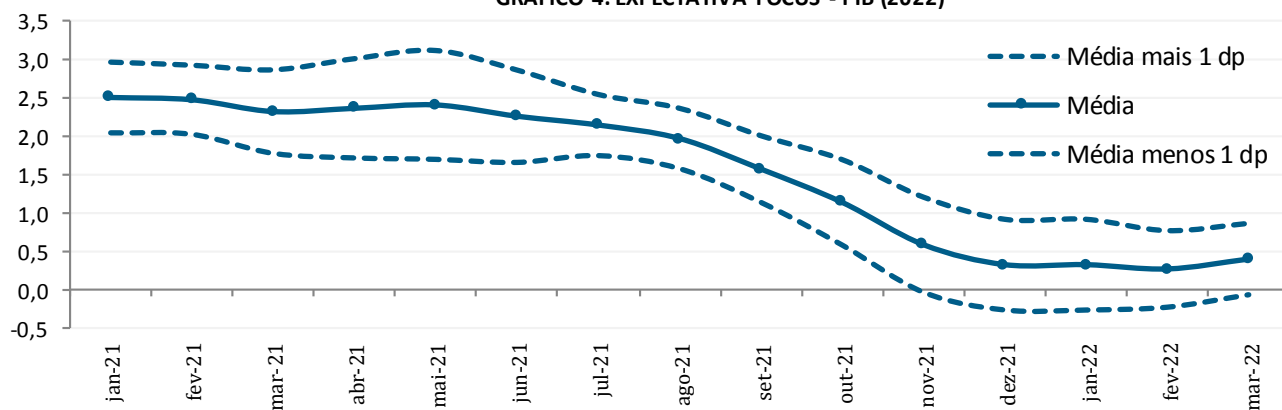
do conflito até o momento amplifica as incertezas presentes. Na atualização de janeiro do *World Economic Outlook*⁸, o Fundo Monetário Internacional (FMI) esperava que o crescimento mundial desacelerasse de 5,9% em 2021 para 4,4% em 2022, mas ressaltou a existência de um viés de baixa proporcionado pelo agravamento das tensões geopolíticas no Leste Europeu. O impacto da guerra e das sanções deve fazer com que o FMI revise suas previsões para o crescimento global na divulgação do próximo relatório de perspectivas em abril⁹.

A perspectiva de menor crescimento econômico de importantes parceiros comerciais, como a União Europeia, o efeito da aceleração substancial do nível de preços sobre a renda disponível, a possível extensão do ciclo de aperto monetário conduzido pelo Banco Central para conter a deterioração das expectativas de inflação e a intensificação dos problemas nas cadeias globais de produção representam vetores negativos para a atividade doméstica. As perspectivas de mercado contidas no Boletim Focus, por exemplo, já incorporam o efeito do reajuste de preços de combustíveis na inflação ao consumidor e um patamar mais elevado da taxa Selic no final do ano.

Por outro lado, os efeitos negativos sobre o PIB poderiam ser em parte atenuados pelo aumento dos termos de troca proporcionado pelo novo cenário de preços de *commodities*. 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 dos produtos exportados e importados pelo 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.

Previsão de mercado para o PIB de 2022 se sustenta ao redor de 0,4%. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva mais recente para o PIB de 2022 encontra-se em 0,4% (com intervalo de um desvio-padrão entre -0,1% e 0,9%). O ligeiro avanço entre fevereiro e o início de março decorre, em grande medida, do resultado positivo do PIB no quarto trimestre de 2021. A IFI, por ora, mantém a projeção atual de crescimento para a economia brasileira em 2022 (alta de 0,5% frente a 2021), embora a mudança drástica no cenário global provoque uma reavaliação do conjunto atual de premissas (relativo à economia internacional e doméstica).

GRÁFICO 4. EXPECTATIVA FOCUS - PIB (2022)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

⁸ Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/01/25/world-economic-outlook-update-january-2022>

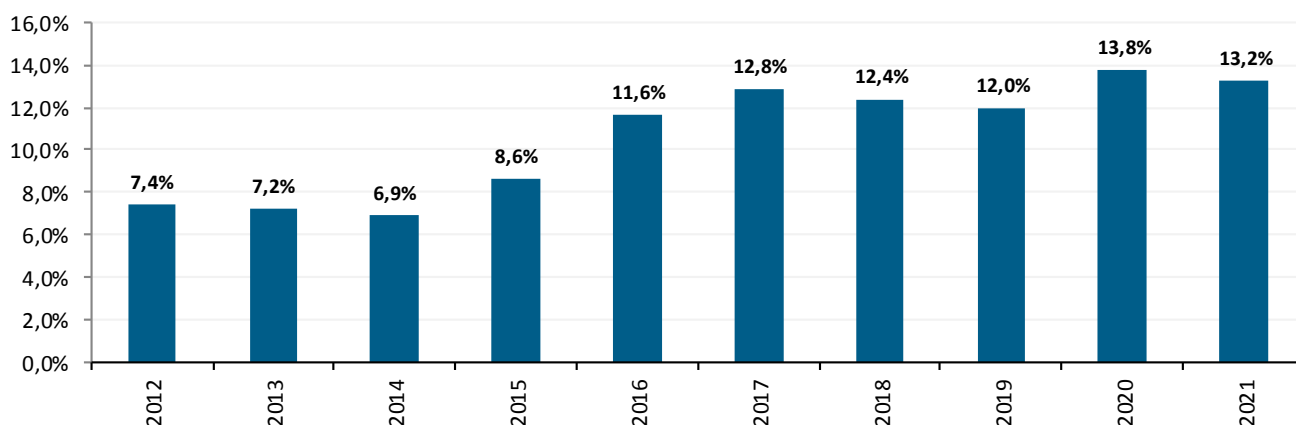
⁹ Conforme anunciado na coletiva de imprensa disponível em:

https://www.imf.org/en/Videos/view?utm_medium=email&utm_source=govdelivery&vid=6300260897001

1.2 Mercado de trabalho

Taxa de desemprego diminuiu para 13,2% da força de trabalho em 2021. Segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), a taxa de desemprego atingiu 11,1% da força de trabalho no trimestre encerrado em dezembro, recuando 3,0 p.p. na comparação com igual período do ano anterior (14,2%). Com o resultado de dezembro, a taxa de desemprego média em 2021 alcançou 13,2%, ligeiramente abaixo do patamar de 2020 (13,8%), como se observa no Gráfico 5. O resultado veio em linha com a estimativa apresentada no RAF de dezembro de 2021.

GRÁFICO 5. TAXA DE DESEMPREGO (MÉDIA ANUAL)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

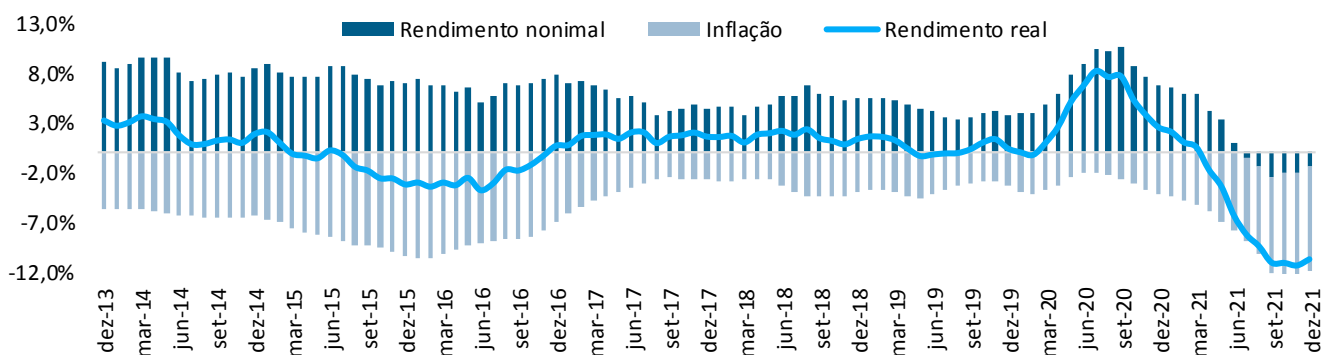
Em 2021, emprego informal subiu 10%, enquanto aumento do emprego formal foi de 1,9%. Em 2021, a população ocupada avançou 5,0%, enquanto a força de trabalho cresceu 4,3%. O aumento das ocupações foi determinado pelo avanço das inserções informais¹⁰ (variação de 9,9% em 2021) e, em menor grau, pelo desempenho do emprego formal (1,9%). A população ocupada chegou a 91,297 milhões (considerando-se o valor médio de 2021), um aumento de 4,340 milhões frente ao mesmo período do ano anterior (86,958). Desse total, vale destacar, 3,311 milhões de vagas vieram do mercado informal (ou 76% do total). Com o avanço da vacinação e o relaxamento das medidas de restrição, setores caracterizados pela informalidade elevada (como comércio e serviços) estão voltando a contratar. O emprego formal, por sua vez, foi menos impactado pela pandemia.

Inflação reduz renda do trabalho. Ainda segundo dados da PNAD Contínua, o rendimento médio real no trimestre encerrado em dezembro recuou 10,8% na comparação com o mesmo período do ano anterior. No acumulado de 2021, o indicador recuou 7,0%. A variação dos rendimentos do trabalho, em termos reais, persiste no terreno negativo em virtude da inflação¹¹ e do enfraquecimento do reajuste nominal, como ilustrado no Gráfico 6. 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.

¹⁰ Que agregam as seguintes posições: empregado no setor privado sem carteira assinada, trabalhador doméstico sem carteira assinada, empregador sem CNPJ, conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar.

¹¹ 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 6. RENDA REAL DO TRABALHO (NOMINAL E INFLAÇÃO)
VARIÇÃO INTERANUAL



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Já a massa de rendimentos do trabalho, indicador que combina a evolução da renda com o número de pessoas ocupadas, recuou 1,8% no trimestre encerrado em dezembro de 2021 e 2,4% no acumulado do ano (em termos reais), reforçando o quadro restritivo ao consumo.

1.3 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor segue pressionada e disseminada. A inflação ao consumidor em fevereiro, medida pelo IPCA, foi de 1,01%, acima da taxa registrada em janeiro (0,54%) – a maior taxa para fevereiro desde 2015 (1,22%). A abertura da pesquisa mostra que todos os nove grupos de produtos e serviços pesquisados tiveram alta em fevereiro, sendo que o maior impacto sobre o índice no mês (0,31 p.p.) partiu do grupo Educação (variação de 5,61%) pela incorporação os reajustes habitualmente praticados no início do letivo. Na sequência, o grupo Alimentação e Bebidas (1,28%) foi influenciado pela alta dos alimentos para consumo no domicílio (1,65%).

IPCA em doze meses acelerou em fevereiro. A taxa acumulada do IPCA em doze meses acelerou, passando de 10,4% em janeiro para 10,5% em fevereiro. 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).

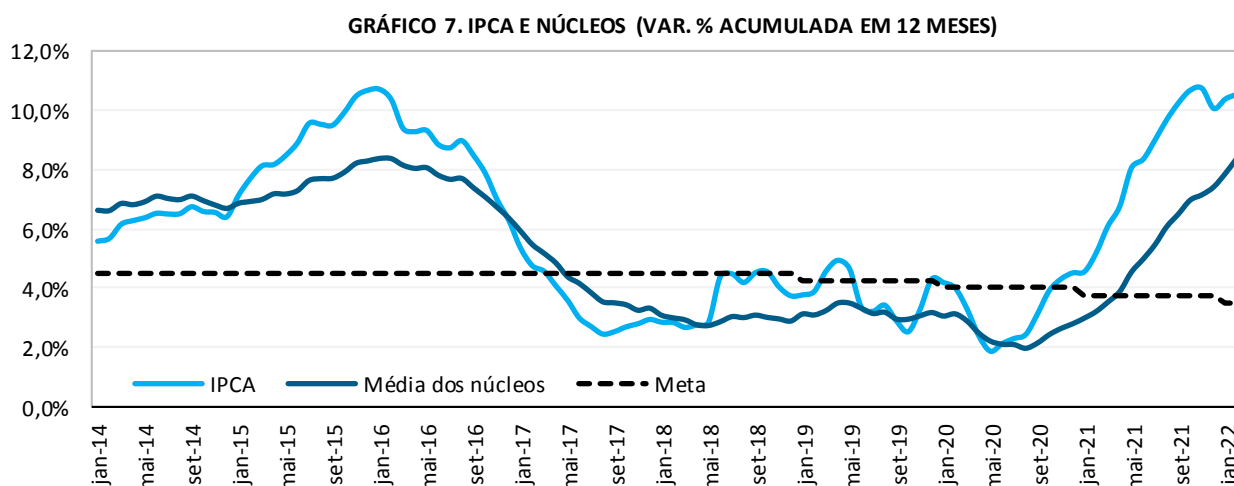
Como se observa na Tabela 6, entre janeiro e fevereiro, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de -0,4% para 0,1% (variação acumulada de 15,0% em doze meses). Já os preços livres exibiram alta de 1,3%, acima da observada em janeiro (0,9%). Em 12 meses, a variação desses preços passou de 8,2% para 9,0%. A abertura mostra que as pressões vieram dos preços industriais (variação de 1,1% no mês e 13,0% em 12 meses), dos serviços (1,4% e 5,9%) e da alimentação no domicílio (1,7% e 10,1%).

TABELA 6. IPCA: VARIAÇÃO NO MÊS E EM 12 MESES

Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	dez/21	jan/22	fev/22	dez/21	jan/22	fev/22
IPCA	0,7%	0,5%	1,0%	10,1%	10,4%	10,5%
Preços administrados	0,1%	-0,4%	0,1%	16,9%	16,8%	15,0%
Preços livres	1,0%	0,9%	1,3%	7,7%	8,2%	9,0%
Alimentação no domicílio	0,8%	1,4%	1,7%	8,2%	8,6%	10,1%
Serviços	0,8%	0,4%	1,4%	4,8%	5,1%	5,9%
Industrializados	1,4%	1,2%	1,1%	12,0%	12,7%	13,0%
Média dos núcleos	0,9%	0,9%	1,0%	7,4%	7,9%	8,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Índice de difusão mais elevado e aceleração da média dos núcleos também revelam pressões disseminadas entre os componentes. O índice de difusão do IPCA, variável que aponta a parcela de subitens do IPCA com variação positiva no mês, subiu de 73,2% em janeiro para 74,8% em fevereiro. O quadro de inflação pressionada e persistente também aparece no comportamento dos núcleos, medidas construídas pelo Banco Central 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), em fevereiro, registrou variação mensal de 1,0%, e avançou de 7,9% em janeiro para 8,4% em fevereiro no acumulado em 12 meses (mantendo-se, também, acima da meta e do teto de tolerância para 2022).



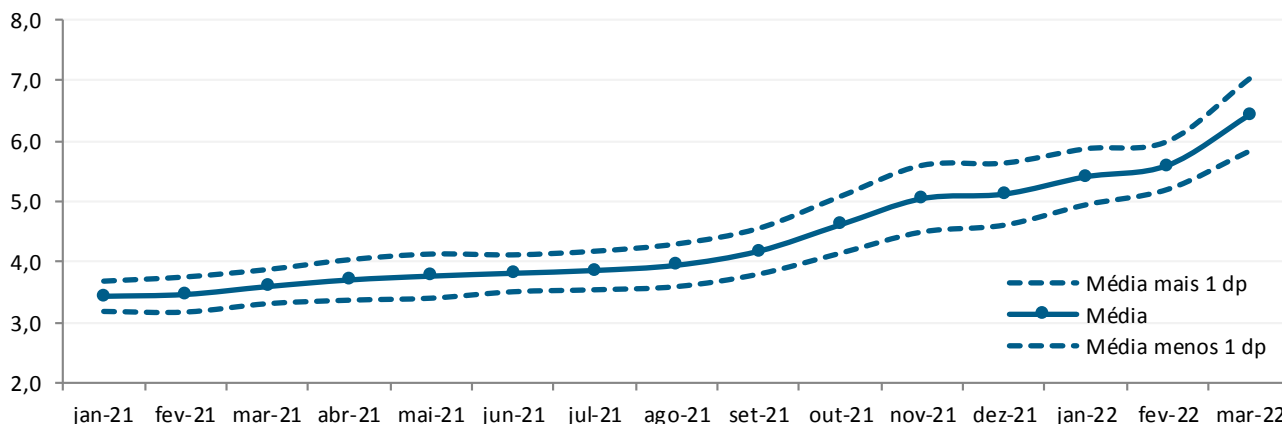
Fonte: IBGE. e Banco Central Elaboração: IFI.

A eclosão do conflito no Leste Europeu já começou a impactar os preços domésticos. A inflação dos próximos meses deve seguir pressionada pelo reajuste nos preços dos combustíveis (18,7% para a gasolina e 24,9% para o diesel), anunciado recentemente pela Petrobras como reação à disparada dos preços do petróleo no mercado internacional. A trajetória recente de valorização do real, por sua vez, não está sendo suficiente para reverter o forte aumento de preços de *commodities* medido em moeda nacional. A decisão da Petrobras, além das pressões disseminadas vistas no IPCA de fevereiro, motivou uma nova rodada de revisões para as expectativas para o IPCA no Boletim Focus do Banco Central, e a percepção sobre o cenário prospectivo para taxa de juros, nesse contexto, também se deteriorou.

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 março alcançou 6,4% (intervalo de um desvio

padrão entre 5,8% e 7,0%), situando-se bem acima da meta de 3,5% estabelecida pelo CMN. A estimativa da IFI, de 5,3%, tem viés de alta. Para 2023, a estimativa de mercado subiu para 3,7% (de 3,6% em fevereiro), distanciando-se do centro de referência (3,25%).

GRÁFICO 8. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (2022)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Em consequência do choque de preços provocado pela guerra, a expectativa de mercado é que o Banco Central continue elevando a taxa Selic para ancorar a inflação à meta. No atual ciclo de aperto monetário, o Banco Central já elevou a taxa Selic de 2,0% em março de 2020 para 10,75% em fevereiro de 2021. No Boletim Focus, a mediana das estimativas para a taxa de juros no final de 2022 foi ajustada para 12,75% a.a. (de 12,25% há um mês), com altas esperadas nas próximas três reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom): março (1,0 p.p.), maio (0,75 p.p.) e junho (0,25 p.p.).

Ambiente de grandes incertezas afeta prêmios de risco na curva de juros. O Gráfico 9 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 a remuneração de um título com prazo de um ano subiu de 12,3% em janeiro para 13,4% em meados de março, em termos nominais, acompanhando o aumento da incerteza sobre a inflação diante o cenário de preços de *commodities*. Ao mesmo tempo, a parte mais longa da curva deslocou-se para cima em cerca de 1 p.p..

GRÁFICO 9. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL

