

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Indicadores de atividade econômica

Atividade seguiu em expansão em fevereiro. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores que compõem o PIB no lado da oferta, subiu 1,7% entre janeiro e fevereiro. O índice acompanhou o melhor desempenho do varejo e dos serviços na margem, o que compensou a influência negativa da produção industrial. Na comparação com fevereiro de 2020, o índice teve variação de 1,0%, acumulando queda de 4,0% nos últimos doze meses.

Produção industrial recuou em fevereiro. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção da indústria geral recuou 0,7% entre janeiro e fevereiro na série com ajuste sazonal, após ter avançado 0,4% no mês anterior. Na comparação com fevereiro de 2020, a produção registrou variação de 0,3%, acumulando queda de 4,2% em doze meses.

Varejo recupera parte da queda observada em dezembro e janeiro. Segundo a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas no comércio varejista no conceito ampliado, que inclui veículos e materiais de construção, cresceu 4,1% entre janeiro e fevereiro na série com ajuste sazonal, compensando parte das quedas de janeiro (-2,2%) e dezembro (-3,1%). Na comparação com fevereiro de 2020, as vendas registraram variação de -1,9%, acumulando queda de 2,3% nos últimos doze meses encerrados em fevereiro.

Volume de serviços registrou forte crescimento em fevereiro. Na mesma direção, o índice de volume do setor de serviços mostrou variação de 3,7% entre janeiro e fevereiro (na série com ajuste sazonal), segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE, após ter avançado 0,1% no mês anterior. O índice diminuiu 2,0% na comparação anual (fev/2020 versus fev/2019), acumulando variação de -8,6% em doze meses, mantendo a trajetória descendente observada por essa métrica desde janeiro de 2020. Apesar do crescimento expressivo registrado na comparação com o mês anterior, é importante destacar que alguns segmentos do setor de serviços continuam bastante deprimidos. Os volumes de serviços prestados às famílias e de transporte aéreo, por exemplo, estão 23,7% e 30,9% abaixo do nível pré-crise (de fevereiro de 2020).

Carry-over para o primeiro trimestre ainda está no terreno positivo. Os principais indicadores que trazem informações sobre o estado da economia em fevereiro (com exceção das vendas do comércio varejista ampliado) deixaram um carregamento estatístico (carry-over) positivo para o primeiro trimestre: a produção industrial (0,8%) e o volume de serviços (3,6%), como se observa na Tabela 1. Especificamente para o IBC-Br, série que indica uma tendência para a atividade econômica, o carry-over ficou em 3,3%, ou seja, caso apresente variação nula em março, o trimestre fecharia com aumento de 3,3%.

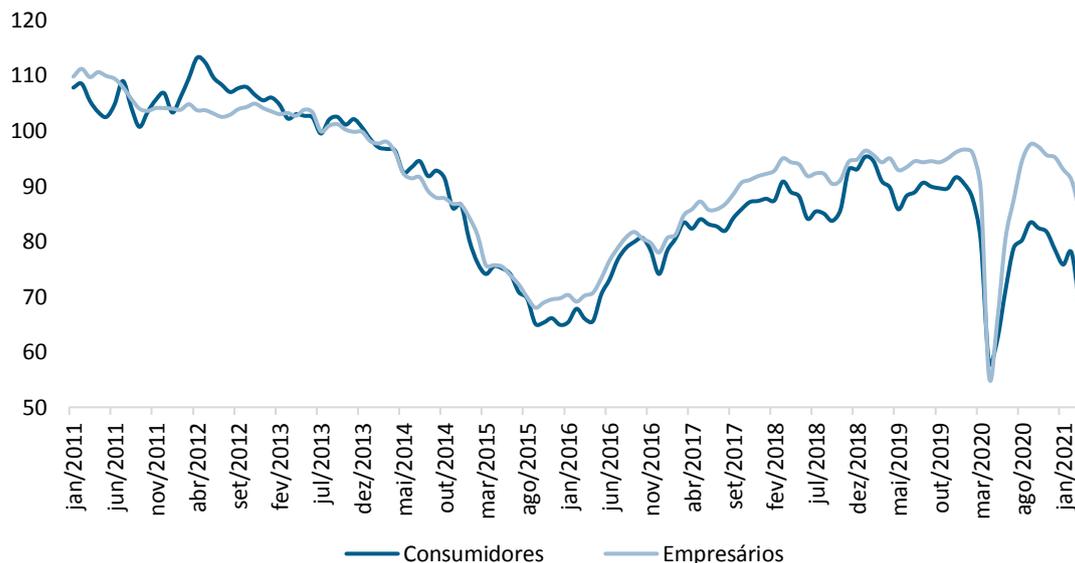
TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

| Indicadores | Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal) | | | Carry-over para o 1º trimestre | | | Variação acumulada em 12 meses | | |
|--|---|-------------|-------------|--------------------------------|-------------|-------------|--------------------------------|--------------|-------------|
| | dez/20 | jan/21 | fev/21 | dez/20 | jan/21 | fev/21 | dez/20 | jan/21 | fev/21 |
| Produção industrial | 0,8% | 0,4% | -0,7% | 0,8% | 1,3% | 0,8% | -4,5% | -4,2% | -4,2% |
| Vendas no varejo ampliado | -3,1% | -2,2% | 4,1% | -2,0% | -4,1% | -1,5% | -1,4% | -2,0% | -2,3% |
| Volume de serviços | 0,3% | 0,1% | 3,7% | 1,0% | 1,1% | 3,6% | -7,8% | -8,4% | -8,6% |
| Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br) | 0,9% | 1,3% | 1,7% | 0,8% | 2,1% | 3,3% | -4,0% | -4,0% | 4,0% |

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Índices de confiança apontam para forte contração da atividade em março, com a piora da pandemia. O setor produtivo deve sentir, a partir de março, os efeitos negativos de medidas mais rigorosas de isolamento social adotadas por alguns estados e municípios. Os índices de confiança dos consumidores e dos empresários publicados pela FGV, por exemplo, recuaram 9,8 e 5,6 pontos, respectivamente, entre fevereiro e março, considerando-se as séries dessazonalizadas. O Gráfico 1 mostra que após um ciclo de expansão entre maio e setembro de 2020, os dois indicadores apresentam uma tendência de queda desde outubro de 2020, e que foi intensificada em março.

GRÁFICO 1. ÍNDICES DE CONFIANÇA



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

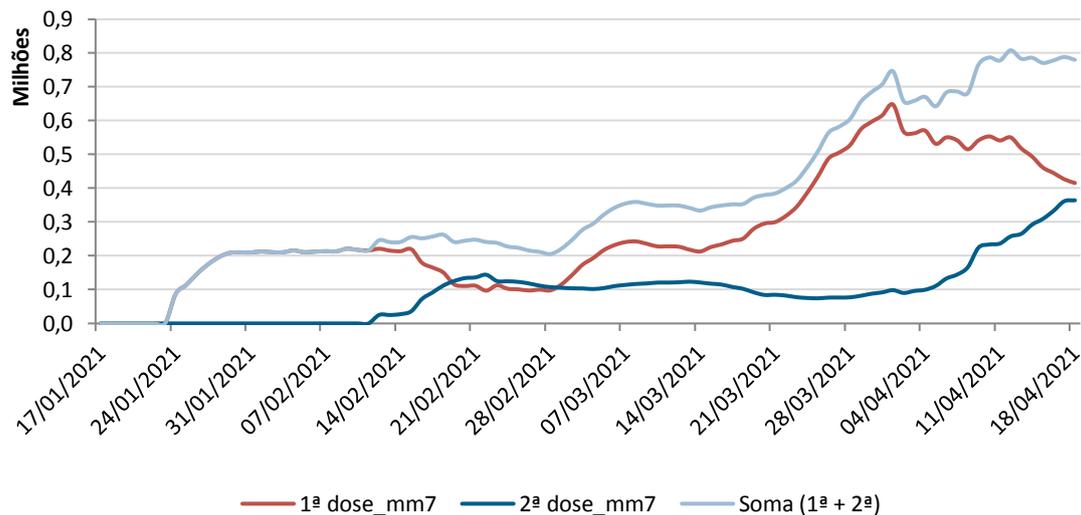
Relação entre isolamento e o PIB. O exercício exibido no RAF 50, de março de 2021¹, mostra que a perda de tração no PIB é proporcional ao número de semanas de paralisação setorial e isolamento, indicando que cada mês (ou 4 semanas) de isolamento (considerando-se uma premissa de paralização de 50% da atividade) retiraria 1,0 p.p. do crescimento anual do PIB. Quanto mais tempo o governo demorar a promover a vacinação ampla da população contra a covid-19, tanto maior será o impacto econômico.

Ritmo diário de vacinação está em torno de 780 mil doses. O Gráfico 2 exhibe o número diário de aplicações, considerando-se um indicador de média móvel de 7 dias. O ritmo de aplicações ao dia (primeira e segunda doses) encontra-se estável ao redor de 780 mil desde o dia 9 de abril. Essas informações foram coletadas pela IFI na plataforma covid19br², que compila os números de vacinação divulgados pelas secretarias estaduais de Saúde.

¹ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/586156/RAF50_MAR2021_1_Contexto_macro.pdf

² Disponível em: <https://covid19br.wcota.me/>

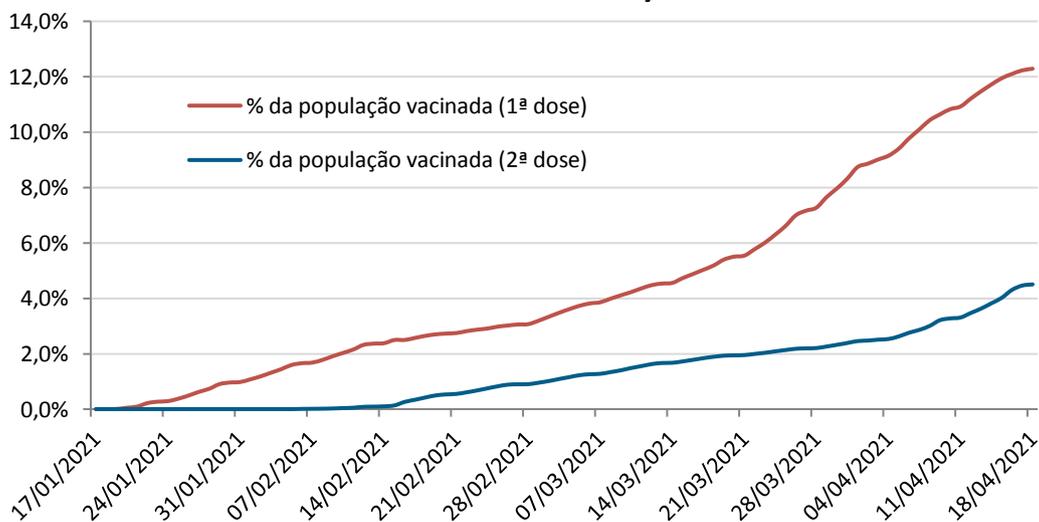
GRÁFICO 2. RITMO DE VACINAÇÃO (APLICAÇÕES DIÁRIAS)



Fonte: Plataforma covid19. Elaboração: IFI.

Percentual de pessoas completamente vacinadas corresponde a 4,5% da população. Até o momento, o número total estimado de pessoas que receberam a primeira dose de uma das vacinas que estão em uso (Coronavac ou Oxford/AstraZeneca) chegou a 26,2 milhões (o equivalente a 12,3% da população). Levando-se em conta as pessoas completamente vacinadas, que receberam a segunda dose de uma das vacinas disponíveis, o número é de 9,6 milhões (ou 4,5% da população).

GRÁFICO 3. PERCENTUAL DA POPULAÇÃO VACINADA



Fonte: Plataforma covid19. Elaboração: IFI.

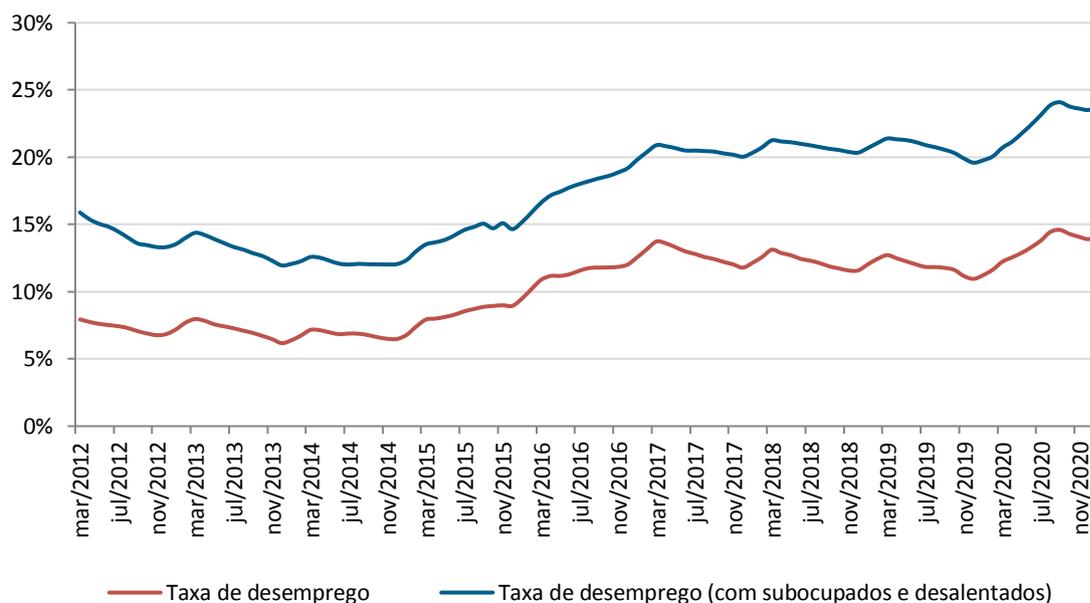
1.2 Mercado de trabalho

Taxa de desemprego alcança 14,2% da força de trabalho no trimestre encerrado em janeiro. O resultado é 3,0 pontos percentuais acima do observado em igual período do ano anterior (11,2%), de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) divulgada pelo IBGE. O resultado refletiu o declínio mais expressivo da população ocupada (variação de -8,6% e redução de 8,1 milhões de pessoas) comparativamente ao que se observou na força de trabalho (-5,4% e -5,8 milhões de pessoas). Em termos absolutos, o número de pessoas desocupadas, que buscaram uma colocação e não foram absorvidas, chegou a 14,3 milhões.

Mantida a taxa de participação no patamar do trimestre encerrado em janeiro de 2020, a taxa de desemprego estaria em torno de 21%. É válido ilustrar que a taxa de desemprego estaria em 21,1% caso a taxa de participação registrada no trimestre encerrado em janeiro de 2021 fosse mantida no mesmo patamar do mesmo período do ano passado. Assim, a taxa de desemprego não subiu mais rapidamente porque uma parcela das pessoas que perderam o emprego deixou a força de trabalho.

Com subocupados e desalentados, a taxa de desemprego sobe para 23,9%. Outra forma de ver a deterioração em curso no mercado de trabalho pelos dados da PNAD Contínua é observar o número de pessoas na condição de subocupadas e desalentadas. O Gráfico 4 mostra que a taxa de desemprego teria alcançado 23,9% da força de trabalho no trimestre encerrado em janeiro de 2021 caso o contingente de subocupados por insuficiência de horas trabalhadas (total de 6,8 milhões de pessoas) e de desalentados (5,9 milhões) - contabilizado fora da força de trabalho - fosse adicionado ao número de pessoas desocupadas (14,3 milhões).

GRÁFICO 4. TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

População ocupada continua diminuindo na variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. A Tabela 2 contém informações referentes à população ocupada, extraídas da PNAD Contínua. O número de pessoas ocupadas passou de 94,2 milhões no trimestre encerrado em janeiro de 2020 para 86 milhões nos últimos três meses finalizados

em janeiro de 2021 (redução de 8,1 milhões de pessoas e variação de -8,6%). O número de pessoas ocupadas no mercado informal³ foi reduzido em 4,2 milhões de pessoas (de 38,3 milhões para 34,1 milhões, variação de -10,9%).

TABELA 2. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO

| Indicadores de emprego | Valores absolutos (mil pessoas) | | | Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior | | | Percentual em relação ao total de ocupados | | |
|---------------------------------------|---------------------------------|---------------|---------------|--|---------------|---------------|--|--------------|--------------|
| | jan/20 | dez/20 | jan/21 | jan/20 | dez/20 | jan/21 | jan/20 | dez/20 | jan/21 |
| População ocupada | 94.151 | 86.179 | 86.025 | 2,0% | -8,9% | -8,6% | 100% | 100% | 100% |
| População ocupada no mercado informal | 38.312 | 34.029 | 34.118 | 1,3% | -12,1% | -10,9% | 40,7% | 39,5% | 39,7% |
| População ocupada no mercado formal | 55.839 | 52.150 | 51.907 | 2,5% | -6,6% | -7,0% | 59,3% | 60,5% | 60,3% |
| Setor privado | 45.383 | 39.870 | 39.601 | 2,9% | -12,4% | -12,7% | 48,2% | 46,3% | 46,0% |
| Com carteira assinada | 33.711 | 29.885 | 29.792 | 2,6% | -11,2% | -11,6% | 35,8% | 34,7% | 34,6% |
| Sem carteira assinada | 11.673 | 9.985 | 9.809 | 3,7% | -15,8% | -16,0% | 12,4% | 11,6% | 11,4% |
| Trabalhador doméstico | 6.260 | 4.902 | 4.919 | 0,6% | -22,9% | -21,4% | 6,6% | 5,7% | 5,7% |
| Com carteira assinada | 1.741 | 1.281 | 1.320 | -2,3% | -27,6% | -24,2% | 1,8% | 1,5% | 1,5% |
| Sem carteira assinada | 4.519 | 3.621 | 3.599 | 1,7% | -21,0% | -20,4% | 4,8% | 4,2% | 4,2% |
| Setor público | 11.526 | 12.162 | 12.040 | 0,6% | 4,5% | 4,5% | 12,2% | 14,1% | 14,0% |
| Empregador | 4.426 | 3.922 | 3.878 | -1,7% | -11,7% | -12,4% | 4,7% | 4,6% | 4,5% |
| Com CNPJ | 3.624 | 3.266 | 3.210 | -0,3% | -10,2% | -11,4% | 3,8% | 3,8% | 3,7% |
| Sem CNPJ | 802 | 656 | 667 | -7,6% | -18,6% | -16,8% | 0,9% | 0,8% | 0,8% |
| Conta própria | 24.575 | 23.272 | 23.503 | 3,1% | -5,2% | -4,4% | 26,1% | 27,0% | 27,3% |
| Com CNPJ | 5.237 | 5.556 | 5.544 | -0,3% | -10,2% | -11,4% | 5,6% | 6,4% | 6,4% |
| Sem CNPJ | 19.338 | 17.716 | 17.959 | -7,6% | -18,6% | -16,8% | 20,5% | 20,6% | 20,9% |
| Trabalhador familiar auxiliar | 1.980 | 2.051 | 2.084 | -8,1% | 0,9% | 5,3% | 2,1% | 2,4% | 2,4% |

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

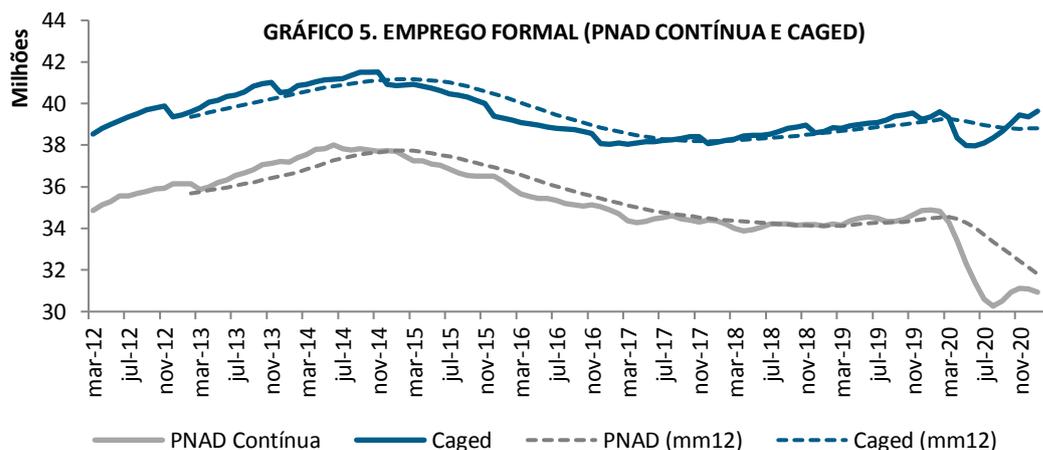
Massa de rendimentos do trabalho recua 6,9% (em termos reais) no trimestre encerrado em janeiro. Ainda segundo a PNAD Contínua, o rendimento médio real habitualmente recebido pelas pessoas ocupadas em todos os trabalhos foi estimado em R\$ 2.501 no trimestre encerrado em janeiro de 2021, 2,2% acima do patamar do mesmo período de 2020 (R\$ 2.446), desacelerando ante o resultado do trimestre encerrado em dezembro (2,8%). A combinação de alta nos rendimentos com a queda do nível de ocupação (-8,6%) fez com que a massa salarial registrasse variação de -6,9% no trimestre móvel terminado em janeiro de 2021 (totalizando R\$ 211,4 bilhões).

Divergência entre PNAD Contínua e Caged foi amplificada na pandemia. Enquanto a PNAD Contínua ainda exibe um quadro muito adverso para o nível de emprego, que atinge tanto o mercado formal quanto o informal, os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério da Economia mostram uma retomada na geração de vagas com carteira assinada.

Em janeiro, variação anual do estoque de trabalhadores formais é de 0,6% segundo o Caged e -11,4% pelos dados da PNAD. Segundo dados do Caged, o estoque de trabalhadores formais em janeiro de 2021 chegou a 39,6 milhões de pessoas, o que representou crescimento de 0,6% em relação ao mesmo período do ano anterior (39,4 milhões). Na mesma comparação, o número de pessoas ocupadas com carteira assinada (no setor privado e no setor público), segundo o IBGE, recuou de 34,9 milhões para 30,9 milhões (variação de -11,4%).

³ Incluindo 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

O Gráfico 5 mostra a evolução do emprego no segmento formal desde o início de 2012 obtido no Caged⁴ e na PNAD Contínua. Apesar de uma diferença histórica relativamente constante observada no nível do emprego obtido pela PNAD Contínua (pesquisa domiciliar amostral) e pelo Caged (cadastro administrativo derivado do cumprimento de obrigações trabalhistas), que pode ser explicada por diferenças metodológicas, a tendência capturada pela média móvel de doze meses foi relativamente similar até o final de 2017. Desde então, nota-se certa divergência na dinâmica das duas séries, que se amplificou nitidamente a partir do início da pandemia.



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

A identificação das causas do descolamento da tendência do nível de emprego obtido nas duas fontes é dificultada pelas mudanças no processo de coleta de dados e elaboração da PNAD Contínua e Caged no período recente. Desde março de 2020, as entrevistas que servem de base para a PNAD Contínua passaram a ser conduzidas por telefone, o que acabou diminuindo o número de pessoas entrevistadas, ao passo que no âmbito do Caged, a prestação de informações relativas à admissão e desligamento por parte das empresas ao Ministério da Economia passou a acontecer por meio do Sistema de Escrituração Digital das Obrigações Fiscais, Previdenciárias e Trabalhistas (eSocial) – mudança iniciada em março de 2018 para grandes empresas privadas, chegando às micro e pequenas empresas em janeiro de 2020.

Em nota técnica recente publicada pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), Corseuil e Russo (2021)⁵ mostram que a queda no número de entrevistas realizadas pelo IBGE provocou mudanças na composição da amostra e na representatividade de indivíduos com maior ou menor propensão a ocupar um posto de trabalho formal. Segundo os autores, em um cenário em que a queda no número de entrevistados não alterasse a composição da amostra, a taxa de formalização registrada no segundo e no terceiro trimestre de 2020 poderia ter sido 0,85 p.p. e 0,69 p.p. superior ao reportado na pesquisa.

Duque (2020)⁶, por sua vez, aponta que o fechamento de estabelecimentos na crise deve ter influenciado a evolução do emprego formal no Caged. O surgimento da pandemia, nesse sentido, teria afetado o registro das informações relativas

⁴ Série 28763 - Estoque de empregos formais, obtida no SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais. “As séries divulgadas pelo Banco Central do Brasil resultam do encadeamento das séries do Novo Caged, disponíveis a partir de janeiro de 2020, e do Caged, no período de janeiro de 2007 a dezembro de 2019”.

⁵ Em nota publicada pelo Ipea, disponível em:

https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/coniuntura/210318_cc_50_nota_22_amostra_da_pnad_continua.pdf

⁶ Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/evidencias-da-subnotificacao-de-desligamentos-do-caged>

ao desligamento de trabalhadores, enviesando para cima o saldo entre admissões e demissões publicado pelo Ministério da Economia.

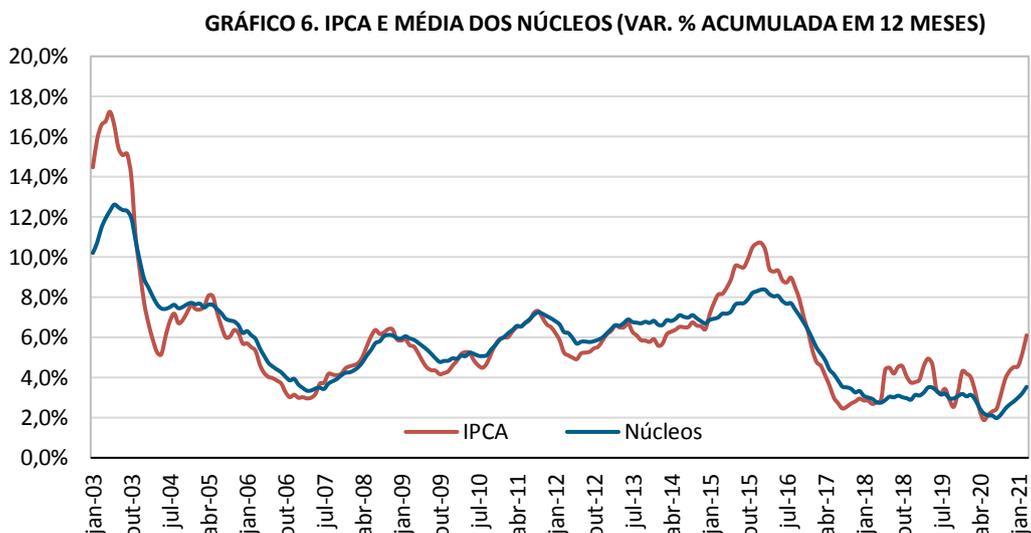
1.3 Inflação e política monetária

Em março, o IPCA acumulou alta de 6,1 % em doze meses. A inflação ao consumidor, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acelerou de 0,86% em fevereiro para 0,93% em março, acumulando alta de 6,1% em 12 meses, acima dos 5,2% observados nos doze meses imediatamente anteriores, superando também o limite máximo da meta para a inflação (3,75% com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 ponto percentual) definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Elevação dos preços de combustíveis responde por grande parte da inflação no mês. Em março, o maior impacto no índice cheio (0,93%) veio da alta nos preços dos combustíveis (11,23%), sendo que a gasolina (11,26%), individualmente, contribuiu com 0,60 p.p., cerca de 65% da inflação do mês. Os preços do etanol (12,59%) e do óleo diesel (9,05%) também subiram, contribuindo conjuntamente com mais 0,11 p.p. para o resultado do índice de março.

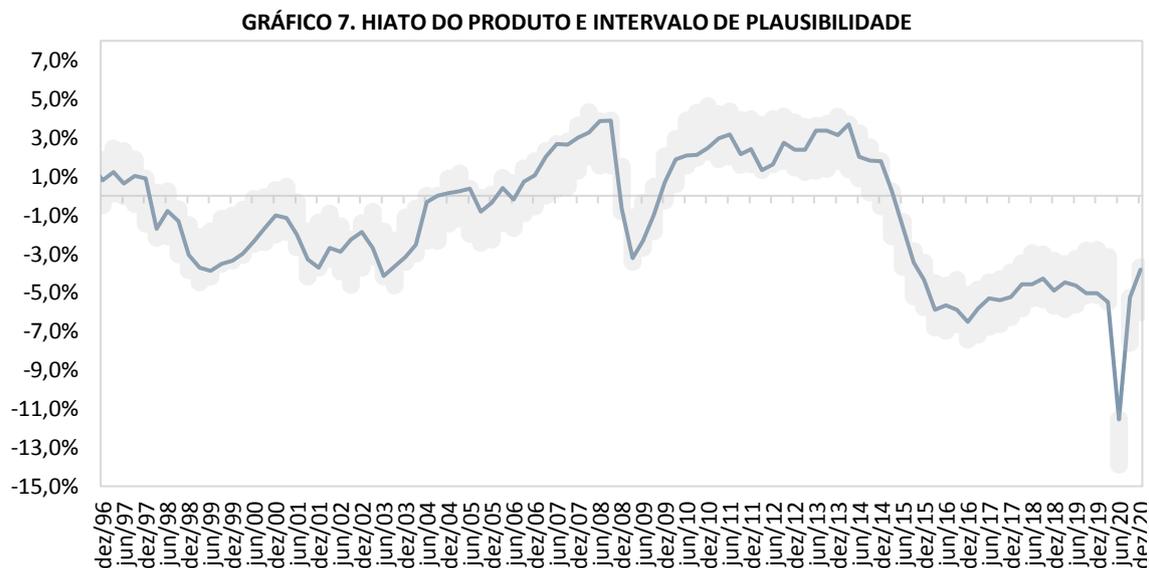
Núcleos também estão sendo impactados. O aumento da inflação corrente está impactando a dinâmica dos núcleos de inflação, que seguem acelerando no acumulado em doze meses. Os núcleos são variáveis construídas pelo Banco Central com o intuito de expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade sobre a inflação ao consumidor no curto prazo. A média desses núcleos calculados pelo Banco Central subiu de 3,2% em fevereiro para 3,5% em março, como se observa no Gráfico 6.

Expectativa para o IPCA em 2021 na pesquisa Focus está próxima do limite superior da meta. A expectativa do mercado para o IPCA de 2021, apurada pela pesquisa Focus do dia 16 de abril, está em 4,92%, próxima do limite superior do intervalo de tolerância do ano (5,25%), enquanto a mediana para 2022, atualmente em 3,60%, tem subido lentamente apesar de continuar ancorada ao redor do centro da meta de 3,50%. A previsão para 2021 implica uma desaceleração importante da inflação acumulada em 12 meses ao longo do segundo semestre, uma vez que deve chegar a quase 7,5% em junho.



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

A piora do quadro inflacionário levou o Comitê de Política Monetária (Copom) a iniciar o processo de alta da taxa básica de juros (a taxa Selic subiu de 2,0% a.a. para 2,75% a.a.). O objetivo é ancorar as expectativas de inflação à meta, apesar do quadro corrente marcado pelo recrudescimento da pandemia, pela elevação da taxa de desemprego no mercado de trabalho e pela abertura do hiato do produto⁷ que, nos cálculos da IFI, chegou a -3,8% no quarto trimestre de 2020. O Gráfico 7 exibe a evolução do hiato do produto entre o primeiro trimestre de 1996 e o quarto trimestre de 2020 e os limites do intervalo de plausibilidade⁸.



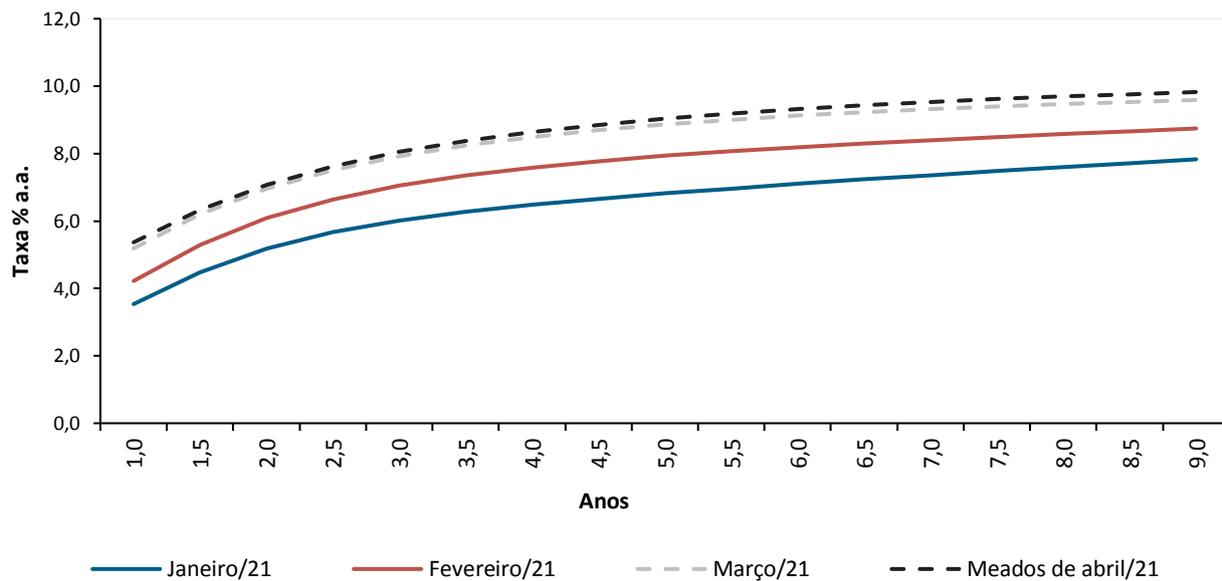
Fonte: IFI.

Ambiente de incertezas mantém elevados os prêmios de risco na curva de juros. O Gráfico 8 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. A remuneração de um título com prazo de um ano no final de janeiro que estava em 3,5% subiu para 4,2% no final de fevereiro e para 5,4% em meados de abril (dados do dia 15), em termos nominais, refletindo, em alguma medida, o início do ciclo de alta da taxa de juros pelo Copom. O comitê além da elevação de 0,75 p.p. na reunião de março sinalizou novo ajuste de mesma magnitude na reunião de maio. A presença de um quadro de incertezas no cenário doméstico, notadamente quanto à fragilidade das contas públicas, mantém elevado o prêmio de risco no horizonte mais longo da curva. Entre janeiro e meados de abril a curva de juros deslocou-se para cima em cerca de 2,0 p.p.

⁷ O hiato do produto é um indicador sobre o estado dos ciclos econômicos que corresponde à diferença (percentual) entre o produto observado e o produto tendencial (ou potencial). Os valores negativos indicam o quanto a economia está operando abaixo da sua tendência (ou do seu potencial) que, por sua vez, sugere um maior ou menor grau de ociosidade de fatores produtivos; ao passo que os valores positivos são indicativos do quanto a economia está operando acima da sua tendência (ou potencial). A série calculada pela IFI está disponível no link: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/arquivos/estimativas-do-hiato-do-produto-ifi/view>

⁸ A ferramenta de plausibilidade é utilizada para auxiliar na identificação de resultados implausíveis (ou contra-intuitivos) e para fornecer em casos específicos uma alternativa ao hiato do produto. O intervalo de plausibilidade fornece uma espécie de intervalo de confiança para as estimativas.

GRÁFICO 8. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.