

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Projeções de curto prazo

1.1.1 Atividade econômica

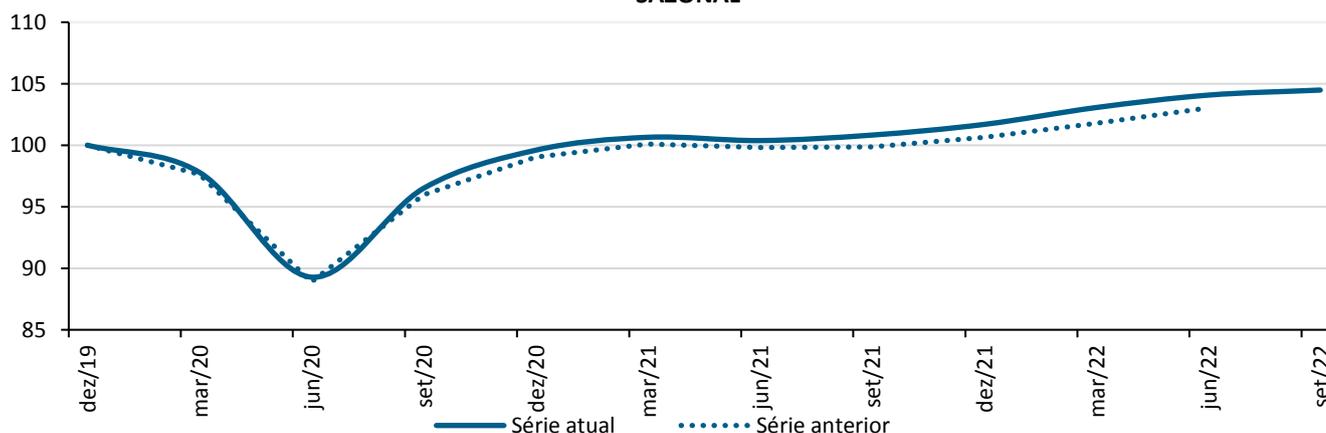
Revisão da série histórica elevou o PIB de 2020, 2021 e 2022. Em meados de novembro, o IBGE publicou as Contas Nacionais Anuais com os resultados definitivos do PIB de 2020. Na ocasião, o PIB nominal (em valores correntes) foi revisado de R\$ 7,468 trilhões para R\$ 7,610 trilhões, refletindo tanto o desempenho menos negativo do PIB real (em valores constantes), cuja taxa de crescimento passou de -3,9% para -3,3%, quanto da elevação do deflator implícito (de 5,1% para 6,5%).

Como resultado da revisão das Contas Anuais e da atualização de dados setoriais primários, os números de 2021 e 2022 também sofreram alterações na divulgação das Contas Nacionais Trimestrais do terceiro trimestre¹, publicada no início de dezembro. O PIB nominal de 2021 passou de R\$ 8,679 trilhões para R\$ 8,899 trilhões, com as alterações do crescimento real de 4,6% para 5,0% e do deflator de 11,1% para 11,4%.

Além da variação real menos negativa em 2020 e da maior expansão em 2021, a dinâmica da atividade ao longo de 2022 mostrou-se superior ao inicialmente apresentado pelo IBGE. As variações no primeiro e segundo trimestres de 2022 (na comparação com o mesmo período do ano anterior) passaram de 1,7% e 3,2% para 2,4% e 3,7%, o que equivale a dizer que o crescimento acumulado do PIB em volume no primeiro semestre passou de 2,5% (na série anterior) para 3,1%.

No Gráfico 1, que compara a série atual do PIB com ajuste sazonal (linha cheia) com a anterior (pontilhada), nota-se que não houve alteração na dinâmica da atividade econômica, que se encontra em um ciclo de recuperação após a crise causada pela pandemia de covid-19. O que ocorreu, no entanto, foi um deslocamento do nível para cima entre 2020 e 2022.w

GRÁFICO 1. PIB: SÉRIE HISTÓRICA ATUAL E ANTERIOR (DEZ/19 = 100) - DADOS COM AJUSTE SAZONAL



Fonte: IBGE; Elaboração: IFI.

¹ Para maiores detalhes, ver: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2022_3tri.pdf

PIB desacelera no terceiro trimestre de 2022. No terceiro trimestre, o PIB avançou 3,6% na comparação com o mesmo período do ano anterior e 0,4% em relação ao trimestre anterior, na série livre de efeitos sazonais. O resultado, em linha com o previsto, confirma o quadro de redução do ritmo de crescimento da atividade econômica, ainda que os serviços e a indústria (na ótica da oferta ou produção) e o consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo tenham crescido na margem (Tabela 1).

TABELA 1. TAXAS DE VARIAÇÃO DO PIB EM VOLUME

	Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)		
	mar/22	jun/22	set/22	mar/22	jun/22	set/22
PIB	2,4%	3,7%	3,6%	1,3%	1,0%	0,4%
Ótica da oferta						
Agropecuária	-5,2%	-0,9%	3,2%	0,2%	0,1%	-0,9%
Indústria	-1,2%	2,1%	2,8%	0,8%	1,7%	0,8%
Serviços	4,1%	4,7%	4,5%	1,0%	1,3%	1,1%
Ótica da demanda						
Consumo das famílias	2,5%	5,7%	4,6%	0,9%	2,1%	1,0%
Consumo do governo	3,9%	0,9%	1,0%	-0,3%	-0,9%	1,3%
Formação bruta de capital fixo	-6,4%	1,5%	5,0%	-2,4%	3,8%	2,8%
Exportações	8,7%	-4,6%	8,1%	7,5%	-2,8%	3,6%
Importações	-10,6%	-1,0%	10,6%	-3,7%	8,7%	5,8%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Como se observa na Tabela 2 a seguir, a absorção interna, que representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento, contribuiu com 3,9 p.p. da variação interanual do PIB do terceiro trimestre (ante 4,5 p.p. no trimestre anterior), compensando a influência negativa das exportações líquidas (exportações menos importações), que retiraram 0,3 p.p. do resultado interanual do PIB. Dentro da absorção interna, a influência do consumo das famílias perdeu força, mas ainda assim representou a principal contribuição para a taxa interanual do PIB no período (2,8 p.p.), seguido pela formação bruta de capital fixo (1,0 p.p.) e despesa de consumo do governo (0,2 p.p.).

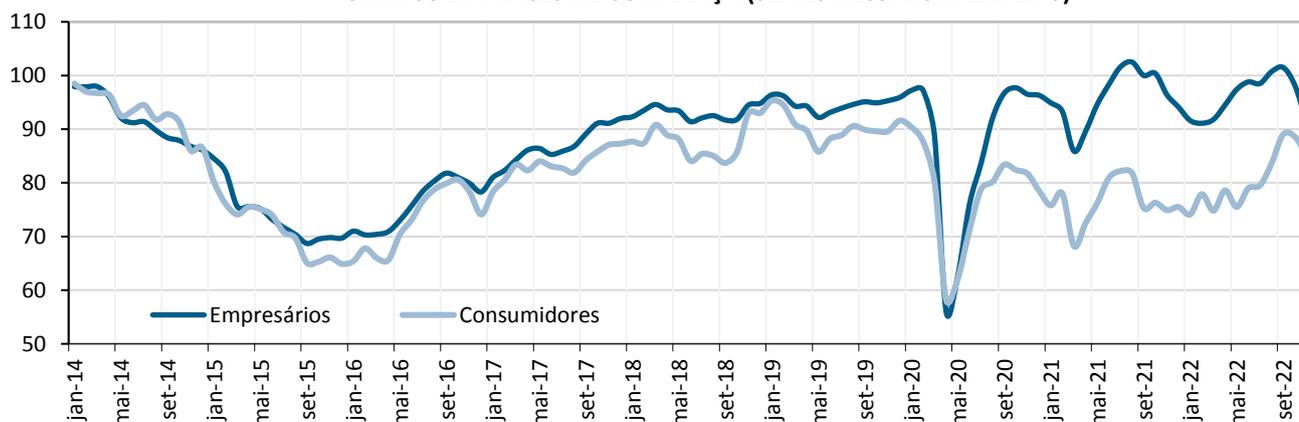
TABELA 2. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA (YOY) DO PIB (P.P.)

	mar/21	set/21	dez/21	mar/22	jun/22	set/22
PIB	1,7	4,4	2,1	2,4	3,7	3,6
Absorção interna	2,7	6,8	2,1	-1,0	4,5	3,9
Consumo das famílias	-0,8	2,9	1,3	1,5	3,3	2,8
Consumo do governo	-0,5	1,0	0,9	0,6	0,2	0,2
Formação bruta de capital fixo	2,5	3,1	0,6	-1,2	0,3	1,0
Variação de estoques	1,5	-0,2	-0,7	-1,9	0,7	-0,1
Exportações líquidas	-1,0	-2,4	0,0	3,4	-0,8	-0,3

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Perspectiva de crescimento de 2022 é ajustada de 2,6% para 3,0%. A projeção de crescimento para o PIB de 2022 foi ajustada para cima, de 2,6% para 3,0% devido ao efeito positivo proporcionado pela revisão da série histórica das Contas Nacionais, sobretudo no primeiro semestre. Apesar de não ter mostrado alteração na dinâmica da atividade, as mudanças promovidas pelo IBGE elevaram o ponto de partida. O resultado do terceiro trimestre gerou um carregamento estatístico (*carry over*) para 2022 de 3,1% – assim, caso permaneça estagnado no quarto trimestre, o PIB apresentaria alta de 3,1% no ano. A perspectiva para o resultado do quarto trimestre, de todo modo, segue em -0,3% (2,4% na comparação interanual), reforçada pela queda generalizada dos indicadores de confiança (empresários e consumidores) em novembro (Gráfico 2).

GRÁFICO 2. ÍNDICES DE CONFIANÇA (SÉRIES DESSAZONALIZADAS)



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Para 2023, projeção para o crescimento do PIB é mantida em 0,9%. Os efeitos restritivos da política monetária doméstica sobre a demanda interna e da moderação do crescimento da economia global contribuem para a desaceleração esperada da economia doméstica em 2023 (projeção inalterada em 0,9%). A contribuição da demanda interna para o crescimento da economia nesse e no próximo ano é estimada em 2,7 p.p. e 1,1 p.p., respectivamente. A menor contribuição da demanda interna na passagem de 2022 para 2023 é explicada, sobretudo, pela perspectiva de desaceleração do consumo das famílias. As exportações líquidas (demanda externa), por sua vez, devem apresentar contribuições de 0,4 p.p. e -0,3 p.p., refletindo a expectativa de desaceleração nas exportações de bens e serviços dado o menor ímpeto da demanda por importações dos parceiros comerciais.

TABELA 3. PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME

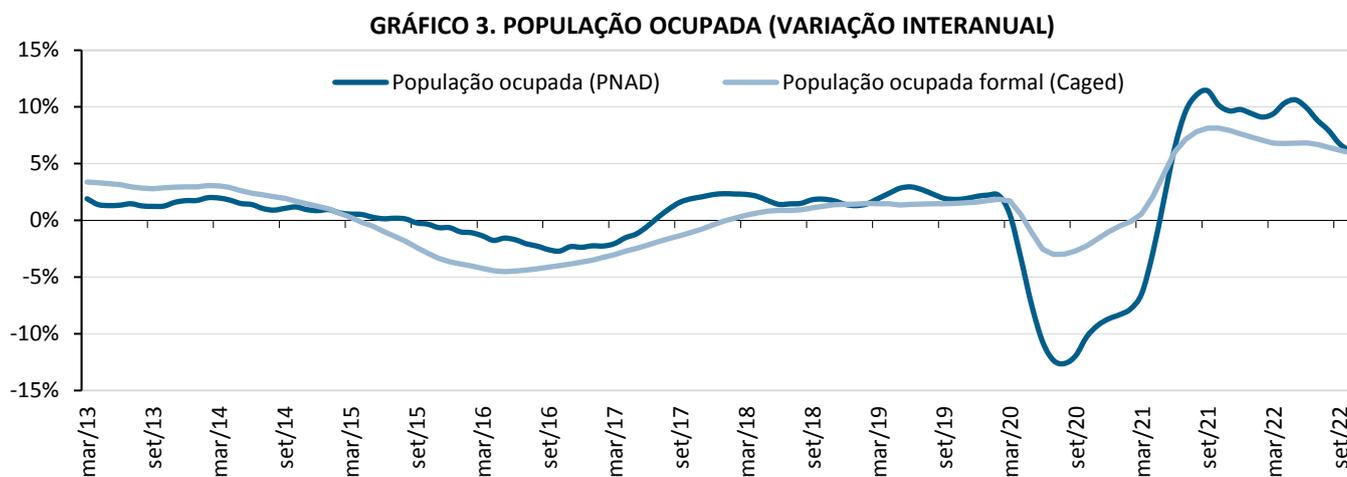
	2021	2022	2023
PIB e componentes (variação real)	5,0%	3,0%	0,9%
Consumo das famílias	3,7%	4,0%	1,0%
Consumo do Governo	3,5%	1,4%	1,0%
Formação Bruta de Capital Fixo	16,5%	1,0%	1,5%
Exportação	5,9%	4,0%	1,8%
Importação	12,0%	2,0%	3,0%
Contribuições para a variação real do PIB (p.p.)			
Demanda interna	5,9	2,7	1,1
Consumo das Famílias	2,4	2,6	0,7
Consumo do Governo	0,7	0,3	0,2
Investimento (FBCF e variação de estoques)	2,8	-0,1	0,3
Exportações líquidas	-0,9	0,4	-0,3

Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

1.1.1 Mercado de trabalho

Emprego segue em desaceleração. Os dados do mercado de trabalho relativos a outubro divulgados pelo IBGE na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) mantêm uma dinâmica positiva, embora o avanço da ocupação e a queda da taxa de desemprego evoluam em um ritmo mais brando quando comparados com os trimestres anteriores. A taxa de desemprego alcançou 8,3% da força de trabalho no trimestre encerrado em outubro, situando-se 3,8 p.p. abaixo da taxa registrada no mesmo período do ano anterior (12,1%). A população ocupada (99,7 milhões de pessoas) cresceu 6,1% no trimestre encerrado em outubro frente ao mesmo período do ano anterior – um avanço menos acentuado que o do trimestre anterior (6,8%).

A geração de empregos formais também vem desacelerando na mesma comparação (Gráfico 3). De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados do Ministério do Trabalho e Previdência (Caged), o estoque de trabalhadores formais subiu 5,8% (ante 6,0% no trimestre encerrado em setembro) em relação ao mesmo período de 2021, com destaque ao desempenho mais forte do setor da construção civil (10,6% ante 10,8%) e dos serviços (7,1% ante 7,4%) comparativamente à agropecuária (4,0% em outubro e setembro) e à indústria de transformação (3,9% ante 4,1%).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

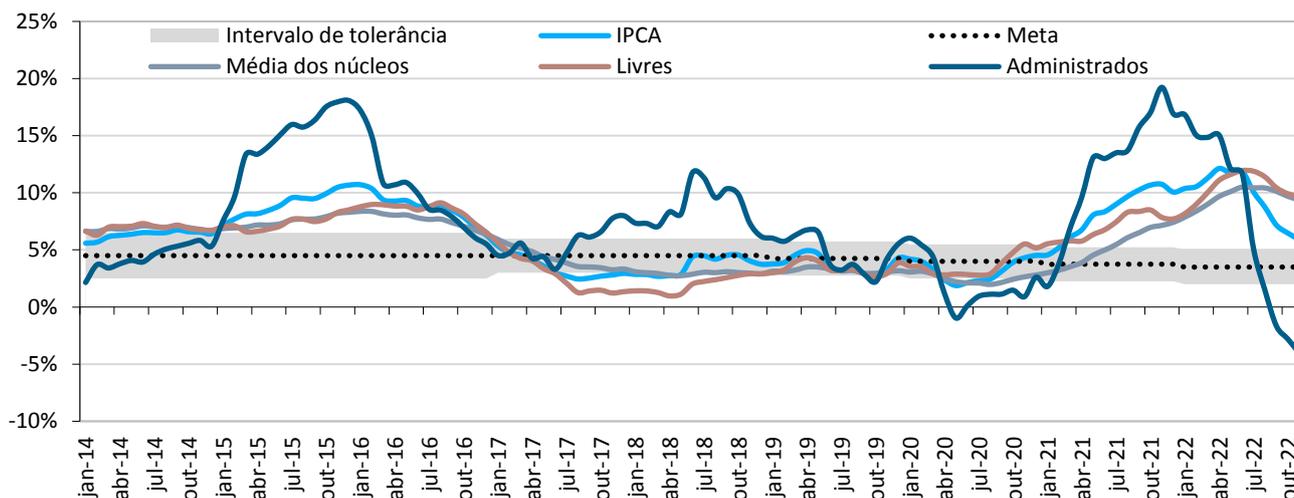
Projeção para a taxa média de desemprego em 2022 e 2023 permanece em 9,4% e 9,8%. Ainda segundo a PNAD Contínua, o salário médio real no trimestre encerrado em outubro, por outro lado, avançou 4,8% frente ao mesmo período do ano anterior, refletindo a magnitude dos reajustes nominais acima da inflação. Influenciada positivamente pela dinâmica recente da renda real e pelo aumento da população ocupada, a massa salarial avançou 11,5% em termos reais na mesma comparação. O ritmo de geração de empregos, de toda forma, deve seguir em desaceleração nos próximos meses em linha com a perspectiva de arrefecimento da atividade econômica. Estima-se que a taxa média de desemprego alcance 9,4% em 2022, subindo para 9,8% em 2023 – projeções inalteradas em relação ao cenário apresentado em novembro.

1.1.2 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor atingiu 5,90% nos últimos doze meses encerrados em novembro. O IPCA de novembro registrou variação de 0,41% (ante 0,59% em outubro), com alta acumulada de 5,90% nos últimos 12 meses (ante 6,47% em outubro). A variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, foi de 1,00% (-4,04% em 12 meses), refletindo, em parte, o aumento de 2,99% da gasolina (-25,51% em 12 meses). Já os preços livres exibiram alta de 0,22% (9,66% em 12 meses – abaixo do pico de 10,44% registrado em setembro) com menores pressões de serviços (0,13% no mês e 7,95% em 12 meses), alimentação no domicílio (0,58% e 13,30%) e bens industriais (0,11% e 9,83%).

A média dos núcleos de inflação acompanhados pelo Banco Central – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade – passou de 0,55% em setembro para 0,32% em outubro. No acumulado em 12 meses, a média desacelerou de 9,69% para 9,38%, mas ainda acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta de inflação para 2022.

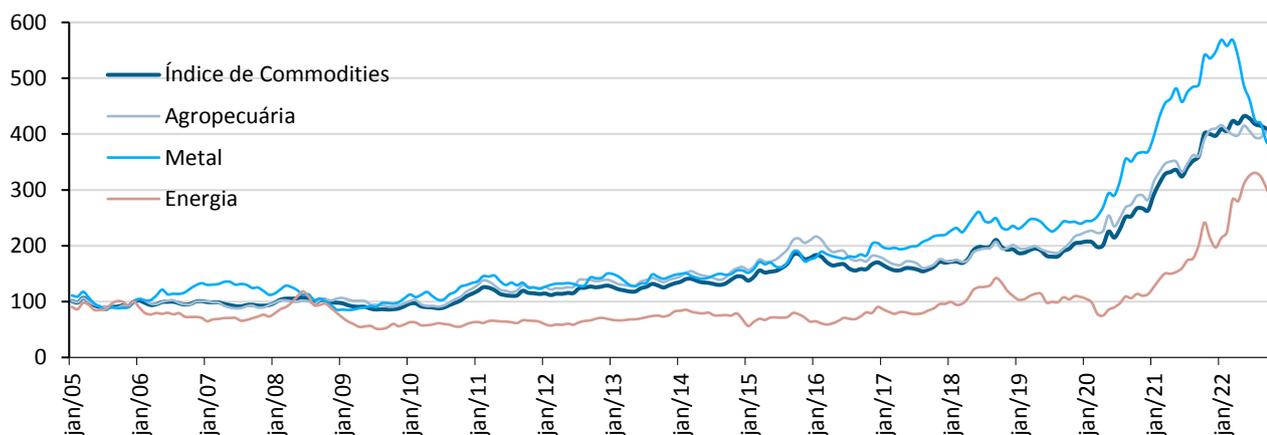
GRÁFICO 4. IPCA, META DE INFLAÇÃO E INTERVALO DE TOLERÂNCIA (% 12 MESES)



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração:IFI.

Preços das commodities em reais voltaram a subir em novembro. O Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) calculado pelo Banco Central avançou 1,3% entre outubro e novembro, depois de uma série de cinco quedas consecutivas. A discreta alta recente parece refletir, em alguma medida, as perspectivas de reabertura da economia chinesa (decorrente de mudanças na estratégia de tolerância zero à covid-19) sobre o crescimento econômico. A abertura do índice mostra que o avanço no mês refletiu o desempenho das commodities agropecuárias (2,0%) e metálicas (6,1%), enquanto as de energia seguiram em queda (-3,4%), acompanhando as cotações do petróleo. Enquanto as restrições de oferta ligadas à guerra na Ucrânia dão suporte aos preços de commodities, o cenário prevaiente de desaceleração do crescimento global é um fator de contenção, ao reduzir a demanda por matérias-primas.

GRÁFICO 5. ÍNDICE DE COMMODITIES EM REAIS



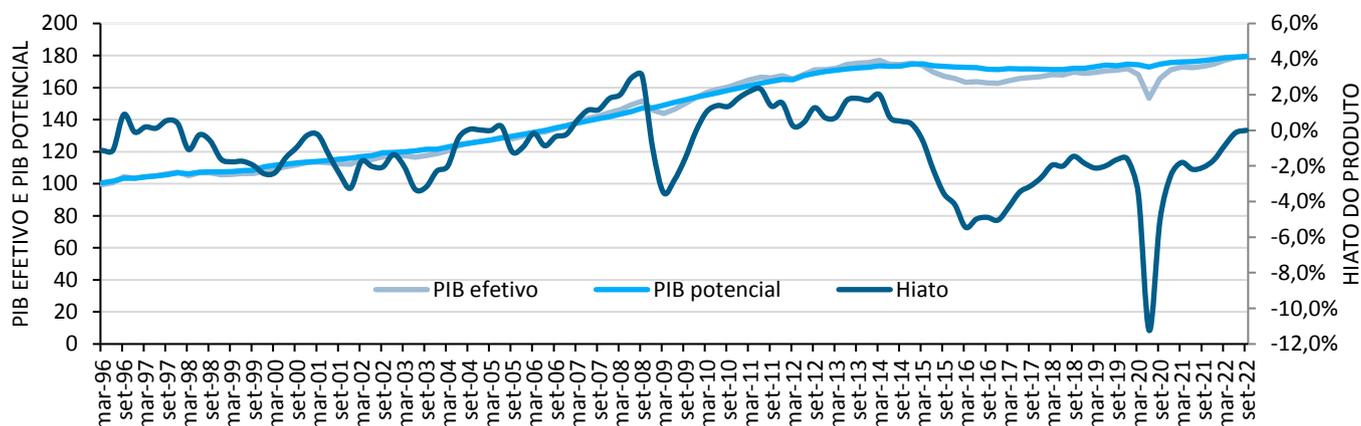
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

IPCA deve encerrar 2022 em 5,8%, desacelerando para 4,7% em 2023. Os dados recentes corroboram a perspectiva para o IPCA de 2022 em 5,8%, variação ligeiramente superior à projeção apresentada em novembro (5,6%). Para 2023, a inflação projetada desaceleraria para 4,7% (ainda acima da meta de 3,25%), sob as hipóteses de manutenção das desonerações de impostos federais (PIS/Cofins e Cide) sobre combustíveis, da relativa estabilidade da

taxa de câmbio nominal (R\$/US\$ 5,15 em 2022 e R\$/US\$ 5,23 em 2023), do retorno gradual dos preços de commodities à média histórica, e do enfraquecimento da atividade econômica doméstica (com o hiato do produto voltando ao campo negativo).

Hiato do produto fechou no terceiro trimestre de 2022. Levando em conta a atualização das Contas Nacionais Trimestrais, o hiato do produto foi estimado² em zero no terceiro trimestre de 2022. Após ampliação substancial verificada na recessão de 2020 causada pela pandemia, observou-se, no período recente, estreitamento gradual do hiato do produto. O Gráfico 6 exhibe a evolução do hiato do produto, calculado como a diferença (percentual) entre o produto efetivo e o produto potencial (tendência de médio ou longo prazo). Ao longo de 2023, espera-se que a variável volte para o campo negativo, reflexo, em grande medida, da postura contracionista da política monetária e da perspectiva de desaceleração econômica global.

GRÁFICO 6. PIB E HIATO DO PRODUTO (% PIB POTENCIAL)



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

Copom mantém taxa Selic em 13,75% ao ano, enfatizando aumento do risco fiscal. Em dezembro, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu manter a taxa básica de juros em 13,75% a.a., sem indicar mudanças na condução da política monetária. Na comunicação divulgada após a reunião, o Comitê afirmou que avaliará se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros no patamar atual por um período longo será suficiente para levar a inflação à meta no horizonte relevante (que inclui os anos de 2023 e 2024), mostrando-se vigilante ao desenvolvimento da conjuntura fiscal e, em particular, de seus efeitos sobre os preços dos ativos e as expectativas de inflação.

Copom espera convergência da inflação à meta em 2024. As projeções de inflação do Copom no cenário de referência, em que se utiliza a trajetória de juros extraída da Pesquisa Focus, as projeções de inflação situam-se em 6,0% para 2022, 5,0% para 2023 e 3,0% para 2024, acima da avaliação apresentada em outubro: 5,8%, 4,8% e 2,8%, respectivamente. O Copom, de todo modo, manteve o balanço de riscos para a inflação prospectiva, enumerando os mesmos fatores presentes nos comunicados anteriores. Entre os fatores de alta destaca a maior persistência das

² A avaliação sobre a posição cíclica da economia (o tamanho do hiato do produto) é conduzida pela IFI com a utilização de diversas abordagens em virtude da elevada incerteza existente na extração do produto potencial. Em termos práticos, como todo método possui suas vantagens e limitações, a estimativa central do hiato do produto, para efeito da construção do cenário macroeconômico, advém da comparação e avaliação de um conjunto de metodologias: Filtro Hodrick–Prescott (HP); filtro HP multivariado, seguindo Areosa (2008); filtro de Hamilton, seguindo Quast e Wolters (2019), e funções de produção que fazem uso do filtro HP/ filtro HP multivariado/ filtro de Hamilton e modelos no formato de espaço de estados, seguindo Orair e Bacciotti (2018), para extrair as tendências da taxa de desemprego, do NUCI e da produtividade total dos fatores. As estimativas tendenciais foram obtidas a partir de séries históricas ampliadas para minimizar o viés de final da amostra.

pressões inflacionárias globais, a elevada incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e estímulos fiscais adicionais que impliquem sustentação da demanda agregada, além do hiato do produto mais estreito em função do nível de atividade resistente no curto prazo. Entre os riscos de baixa, continuou destacando a queda adicional nos preços das commodities em moeda local, a desaceleração da atividade econômica mais acentuada do que a projetada e a manutenção dos cortes de impostos projetados para serem revertidos em 2023.

Perspectiva para a taxa Selic permanece em 11,50% a.a. ao final de 2023. O cenário da IFI contempla que a taxa Selic permaneça no patamar de 13,75% a.a. até meados de 2023, recuando para 11,50% a.a. ao fim do próximo ano. A manutenção das expectativas para o IPCA de 2024 acima da meta – refletindo a manutenção das incertezas sobre a sustentabilidade da política fiscal – limita a redução dos juros ao longo do próximo ano. Alterações no balanço de riscos do Copom – a serem monitoradas nos próximos comunicados – podem, no entanto, provocar ajustes futuros no cenário para a taxa de juros. Por ora, dado o processo de desinflação em curso, mantemos a projeção de cortes no segundo semestre do ano.