

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Atividade econômica

Cenário externo. No *World Economic Outlook* (WEO) de janeiro, o Fundo Monetário Internacional (FMI) avaliou que as perspectivas para a economia global neste e no próximo ano melhoraram ligeiramente desde a última atualização, ocorrida em outubro de 2022. O FMI estima que o crescimento do PIB mundial desacelere de 3,4% em 2022 para 2,9% em 2023, reflexo dos impactos da guerra na Ucrânia e da elevação das taxas de juros pelos bancos centrais para combater a inflação. Em 2022 e 2023 as taxas de crescimento são 0,2 p.p. superiores às previstas anteriormente. Para 2024, a projeção é de avanço adicional de 3,1% (-0,1 p.p.), com a dissipação gradual dos efeitos da guerra e a desaceleração da inflação. A Tabela 1 apresenta as previsões do FMI para a variação do PIB em volume para o grupo de economias avançadas e emergentes, além dos principais parceiros comerciais do Brasil.

TABELA 1. PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME MUNDIAL (TAXA DE VARIAÇÃO)

	2021	2022			2023			2024		
		Outubro	Janeiro		Outubro	Janeiro		Outubro	Janeiro	
Mundo	6,2	3,2	3,4	▲	2,7	2,9	▲	3,2	3,1	▼
Economias avançadas	5,4	2,4	2,7	▲	1,1	1,2	▲	1,6	1,4	▼
Mercados emergentes	6,7	3,7	3,9	▲	3,7	4,0	▲	4,3	4,2	▼
China	8,4	3,2	3,0	▼	4,4	5,2	▲	4,5	4,5	=
Estados Unidos	5,9	1,6	2,0	▲	1,0	1,4	▲	1,2	1,0	▼
Área do Euro	5,3	3,1	3,5	▲	0,5	0,7	▲	1,8	1,6	▼

Fonte: FMI. Elaboração: IFI.

Destaque para a revisão do crescimento do PIB da China em 2023. A expectativa é que o crescimento chinês avance de 3,0% em 2022 para 5,2% em 2023 – um aumento de 0,8 p.p. em relação à projeção de outubro devido à incorporação dos efeitos da reabertura e da normalização da atividade produtiva, com o abandono recente da política de covid-zero –, migrando para 4,5% em 2024 (inalterada).

O crescimento nos Estados Unidos, por sua vez, deverá desacelerar de 2,0% em 2022 para 1,4% em 2023 e 1,0% em 2024. A perspectiva para 2023 é 0,4 ponto percentual (p.p.) mais alta que a variação apresentada em outubro pela resiliência da demanda doméstica, enquanto a revisão para baixo no crescimento de 2024 decorre do patamar de chegada mais elevado da taxa de juros (*Fed Funds*).

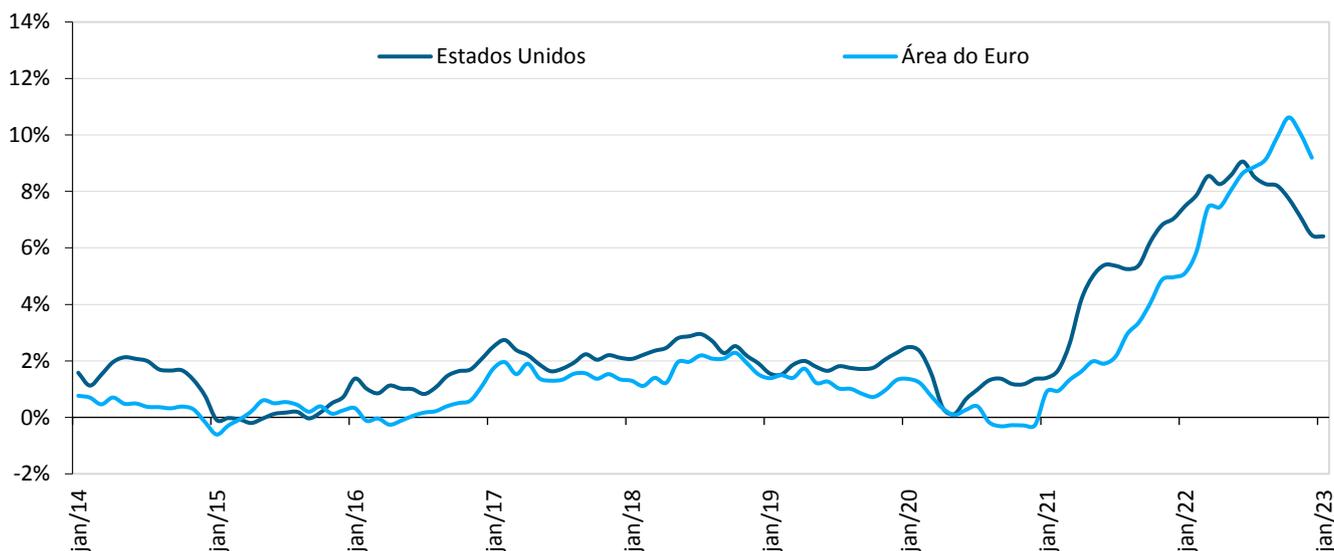
Na Área do Euro, a expectativa é que o crescimento desacelere de 3,5% em 2022 para 0,7% em 2023, avançando para 1,6% em 2024. O crescimento previsto para 2023 foi revisado para cima em 0,2 p.p. em função de um *carry-over* mais elevado do ano anterior (resiliência do consumo e do investimento no final do ano passado) e da redução dos preços de energia, possibilitada pelas novas fontes de abastecimento de gás natural e pelo inverno menos rigoroso.

Taxas de juros continuam subindo nos Estados Unidos e na Europa. Em sua última reunião, o *Federal Reserve* elevou a taxa básica de juros em 25 pontos-base (bps) para 4,75% a.a., reforçando o compromisso com a convergência da inflação para a meta de 2,0%. Apesar dos sinais recentes de moderação da inflação ao consumidor, é provável que os juros subam ainda nas próximas duas reuniões (março e maio) devido às condições apertadas do mercado de trabalho, marcado pela forte criação de vagas, pelo desemprego baixo e por pressões salariais. No acumulado em doze meses, a

inflação ao consumidor passou de 9,1% em junho (pico) para 6,4% em janeiro, enquanto a inflação subjacente¹ diminuiu de 5,9% para 5,5% na mesma comparação.

O Banco Central Europeu, por sua vez, elevou a taxa básica de juros em 50 bps para 2,5% a.a. e indicou a intenção de outra elevação de mesma magnitude na próxima reunião (março) diante da resiliência da inflação, mesmo com o alívio nos preços de energia. A inflação ao consumidor passou de 10,6% em outubro (pico) para 9,2% em dezembro, ao passo que o núcleo segue pressionado, subindo de 5,0% para 5,2% na mesma comparação.

GRÁFICO 1. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR



Fonte: Federal Reserve Economic Data. Elaboração:IFI.

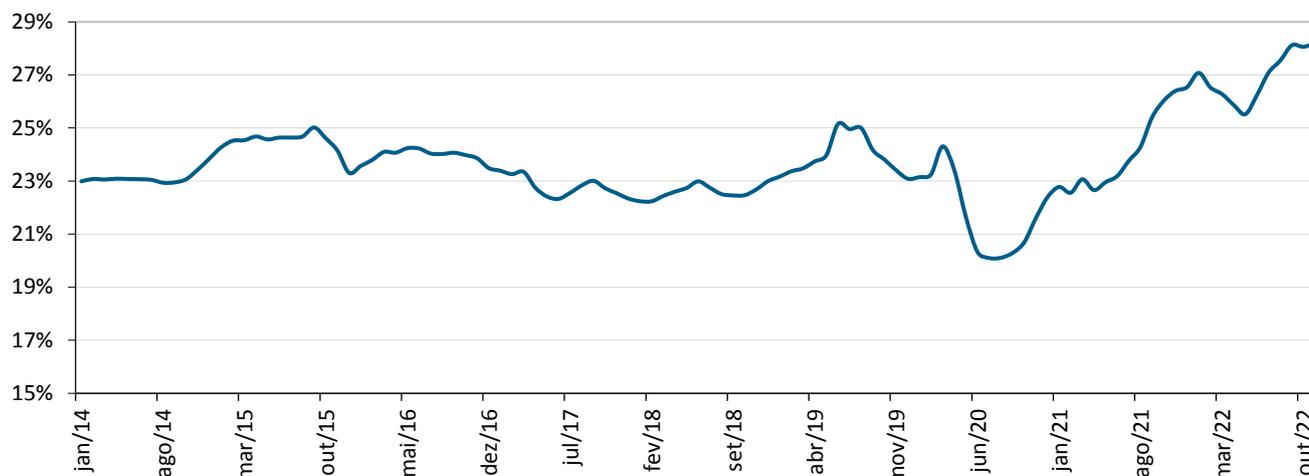
Cenário doméstico. A expectativa para o PIB doméstico no quarto trimestre (-0,4% comparativamente ao período imediatamente anterior, após ajuste sazonal) segue compatível com a desaceleração dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho disponíveis em novembro e dezembro. Dados de janeiro apresentaram um quadro ainda negativo, com destaque à redução do nível de utilização da capacidade instalada da indústria e dos indicadores de confiança (empresários e consumidores) e à elevação (pelo quarto mês consecutivo) do índice de incerteza da economia – todos publicados pela FGV.

A projeção da IFI para o PIB é de 0,9% em 2023 e 1,4% em 2024, desacelerando em relação a 2022 (3,0%). A diminuição do ritmo de crescimento é explicada, em grande medida, pela moderação do crescimento da economia global, pelo aperto das condições financeiras e pela dissipação dos efeitos da reabertura da economia e da elevação dos preços de commodities e dos termos de troca (vetores que ajudaram a impulsionar a atividade econômica no ano passado). Por outro lado, a ampliação da massa de renda disponível, sustentada, principalmente, pelo aumento das transferências de renda, deve promover certo suporte ao consumo das famílias. Apesar da elevada incerteza em relação ao crescimento de 2024, dependente dos rumos da política econômica, reduzimos a projeção de 1,6% para 1,4% devido ao ajuste promovido no patamar da Selic (atingindo 13,00% a.a. e 10,00% a.a. ao final de 2023 e 2024).

¹ A inflação subjacente ou núcleo de inflação é uma medida que busca retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade, evidenciando a tendência dos preços.

A melhora na percepção do cenário externo, em um contexto de inflação mais moderada e de probabilidade reduzida de recessão nas economias americana e europeia, favorece, em alguma medida, o desempenho das exportações de bens e serviços. No entanto, o aperto das condições financeiras restringe o consumo em um cenário já marcado pelo nível alto do endividamento e do comprometimento de renda das famílias com o pagamento de dívidas com o Sistema Financeiro Nacional (Gráfico 2).

GRÁFICO 2. COMPROMETIMENTO DE RENDA COM SERVIÇO DA DÍVIDA



Fonte: Banco Central. Elaboração:IFI.

A Tabela 2 abaixo exibe as projeções para o PIB e os componentes da demanda agregada.

TABELA 2. PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME

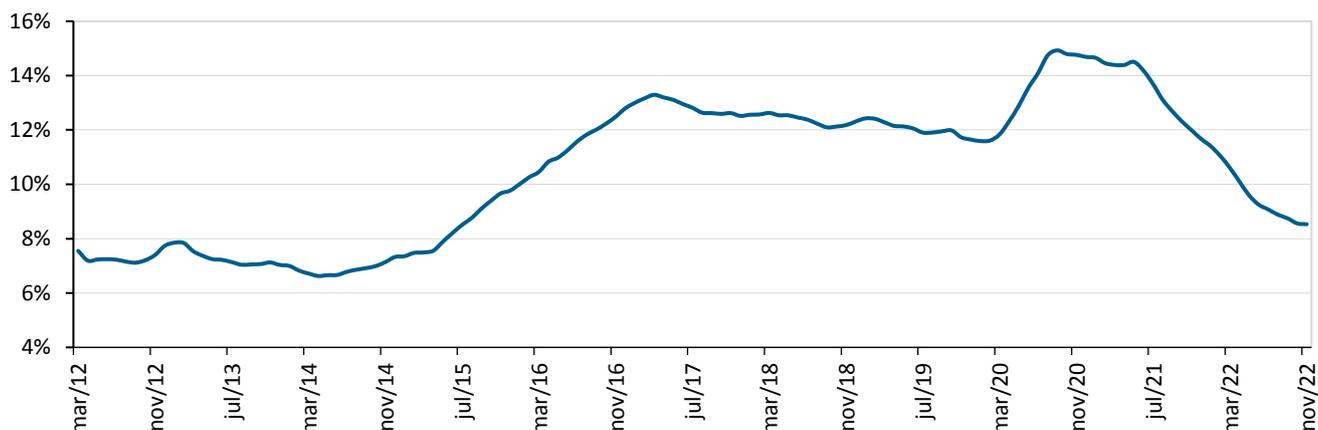
	2021	2022	2023	2024
PIB e componentes (variação real)	5,0%	3,0%	0,9%	1,4%
Consumo das famílias	3,7%	3,9%	0,9%	1,5%
Consumo do Governo	3,5%	1,4%	1,0%	0,8%
Formação Bruta de Capital Fixo	16,5%	1,0%	1,5%	1,0%
Exportação	5,9%	4,0%	2,1%	3,0%
Importação	12,0%	2,0%	3,0%	2,5%
Contribuições para a variação real do PIB (p.p.)				
Demanda interna	5,9	2,6	1,1	1,3
Consumo das Famílias	2,4	2,5	0,7	1,0
Consumo do Governo	0,7	0,3	0,2	0,2
Investimento (FBCF e variação de estoques)	2,8	-0,2	0,3	0,2
Exportações líquidas	-0,9	0,4	-0,2	0,1

Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

1.2 Mercado de trabalho

Os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua – IBGE) referentes ao trimestre encerrado em novembro trouxeram sinais de enfraquecimento no mercado de trabalho. Considerando dados com ajuste sazonal, a taxa de desemprego ficou praticamente estável entre outubro e novembro (ao redor de 8,5%), influenciada pelos recuos na população ocupada (-0,2%) e na força de trabalho (-0,2%).

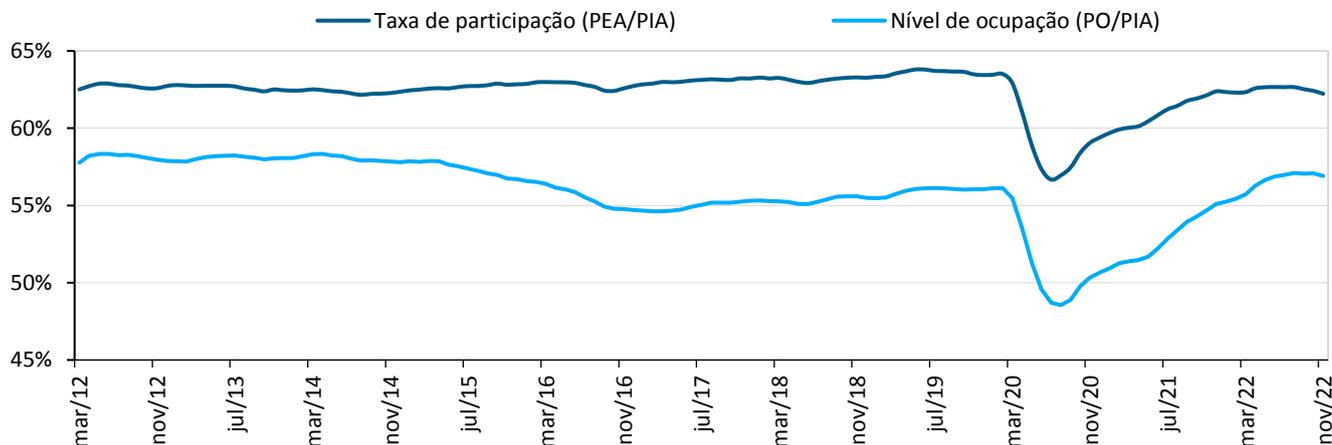
GRÁFICO 3. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO) - DADOS DESSAZONALIZADOS



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

Acompanhando a diminuição da força de trabalho, a taxa de participação (relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar), que vinha oscilando ao redor de 62,5% desde o início de 2022 (Gráfico 4), diminuiu para 62,2% em novembro (na série com ajuste sazonal). Mesmo com a reabertura após a pandemia e a expansão recente dos rendimentos do trabalho, a taxa de participação no mercado de trabalho ainda está posicionada 1,3 p.p. abaixo do nível de fevereiro de 2020. A redução no ritmo de contratações, por sua vez, impactou negativamente o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar), que diminuiu de 57,1% para 56,9% entre outubro e novembro.

GRÁFICO 4. TAXA DE PARTICIPAÇÃO E TAXA DE OCUPAÇÃO - DADOS DESSAZONALIZADOS



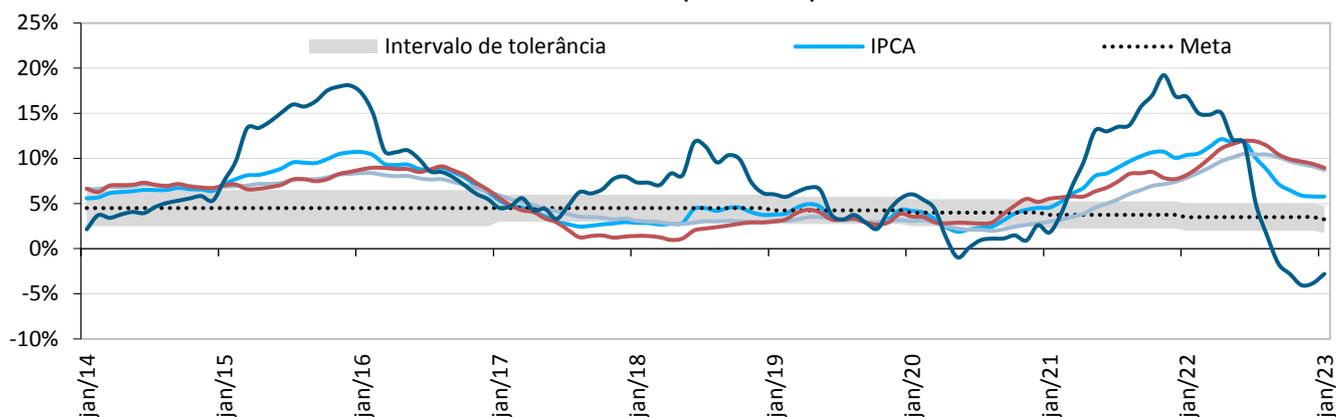
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O mercado de trabalho deve seguir em desaceleração nos próximos meses, acompanhando a trajetória esperada para a atividade econômica. Espera-se que a taxa de desemprego avance de 9,3% em 2022 para 9,5% e 9,6% em 2023 e 2024. A massa de rendimentos ampliada (rendimentos do trabalho somados aos ganhos recebidos por transferências de renda) deve subir 2,4% em 2023 e 2,0% em 2024 (ante 5,5% em 2022).

1.3 Inflação e política monetária

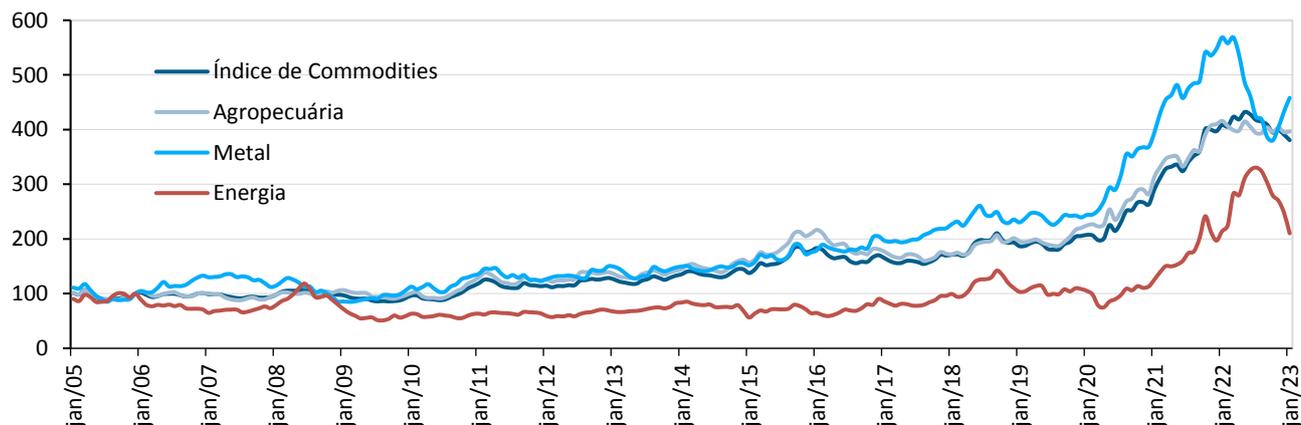
A inflação ao consumidor em janeiro, medida pelo IPCA, foi de 0,53%, abaixo da taxa registrada no mês anterior (0,62%) e do consenso de mercado – Valor PRO (0,57%). A variação acumulada em doze meses ficou estável em 5,8%, permanecendo acima do limite superior do intervalo de tolerância de 1,5 p.p. em torno da meta de inflação (3,25%) estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para 2023. A média dos núcleos de inflação acompanhados pelo Banco Central desacelerou de 9,4% em dezembro para 9,0% em janeiro (Gráfico 5), caminhando em direção à meta.

GRÁFICO 5. IPCA (% 12 MESES)



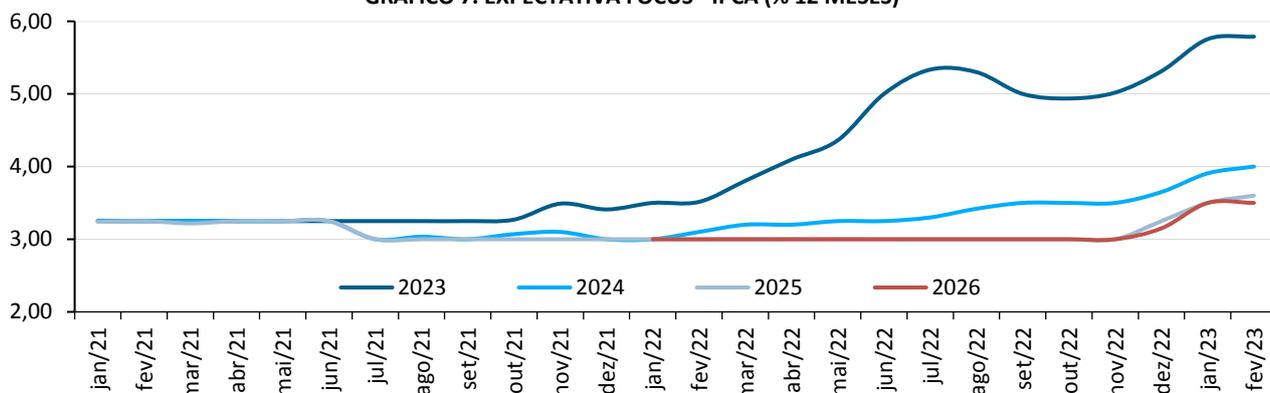
A projeção para o IPCA de 2023 foi elevada de 5,3% para 5,6%. Apesar da expectativa de desaceleração dos preços livres, dada a tendência de queda dos preços das commodities em reais (Gráfico 6) e de abertura do hiato do produto – voltando ao terreno negativo em função da taxa de juros real mais pressionada –, os preços administrados serão impactados pelo reajuste de preços para as distribuidoras promovido pela Petrobras no final de janeiro. Para 2024, a inflação projetada subiu marginalmente de 3,7% para 3,8%.

GRÁFICO 6. ÍNDICE DE COMMODITIES EM REAIS



O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu manter a taxa básica de juros no patamar de 13,75% a.a. em fevereiro. Preocupado com a incerteza da conjuntura fiscal e o aumento das expectativas de inflação (Gráfico 7), o Copom mostrou na ata da reunião de fevereiro que a introdução de um aperto monetário mais prolongado comparativamente ao cenário de referência possibilitaria a convergência da inflação do próximo ano para a meta estipulada em 3,0%.

GRÁFICO 7. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (% 12 MESES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

As projeções de inflação do Copom no cenário de referência (que embute a trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e a taxa de câmbio partindo de R\$/US\$ 5,15) foram ajustadas para 5,6% em 2023 e 3,4% em 2024, acima da avaliação apresentada em dezembro (5,0% e 3,0%), refletindo, principalmente, o aumento das expectativas de inflação da pesquisa Focus (utilizadas nos modelos de previsão do BC). Em um cenário alternativo, supondo juros estáveis em 13,75% a.a. ao longo do horizonte relevante, as projeções de inflação caminhariam para 5,5% em 2023 e 2,8% em 2024.

A elevação das projeções para o IPCA no horizonte relevante (que inclui os anos de 2023 e 2024) limita o espaço existente para a redução dos juros possibilitado pela desaceleração do nível de atividade, das condições do mercado de trabalho e da inflação subjacente. O efeito inercial da inflação, as incertezas relacionadas à sustentabilidade da trajetória da dívida pública (em um cenário de estímulos fiscais e indefinição sobre o desenho do novo arcabouço fiscal) e a possibilidade de alteração da meta de inflação já definida são elementos que podem estar contribuindo para o distanciamento das expectativas em relação à meta nos prazos mais longos. A meta diminuiu gradualmente para 3,25% em 2023 e 3,0% em 2024, depois de permanecer em 4,5% entre 2005 e 2018.

Diante dos sinais emitidos pelo Banco Central na ata, a IFI ajustou para cima a perspectiva para a taxa Selic em 2023 (de 12,00% a.a. para 13,00% a.a.) e 2024 (de 9,50% a.a. para 10,00% a.a.). A Tabela 3 resume as projeções para as principais variáveis econômicas em 2022, 2023 e 2024.

TABELA 3. PROJEÇÕES – VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS

Projeções – variáveis macroeconômicas	2021	2022	2023	2024
PIB nominal (R\$ bilhões)	8.899	9.925	10.521	11.201
PIB nominal (% a.a.)	16,9	11,5	6,0	6,5
PIB real (% a.a.)	5,0	3,0	0,9	1,4
Deflator do PIB (% a.a.)	11,4	8,3	5,1	5,0
IPCA (% a.a.)	10,1	5,8	5,6	3,8
Taxa de desemprego (média)	13,2	9,3	9,5	9,6
Taxa de câmbio - final de período	5,58	5,22	5,24	5,30
Selic – final de período (% a.a.)	9,25	13,75	13,00	10,00

Fonte: IBGE e Banco Central. Projeções: IFI.