

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

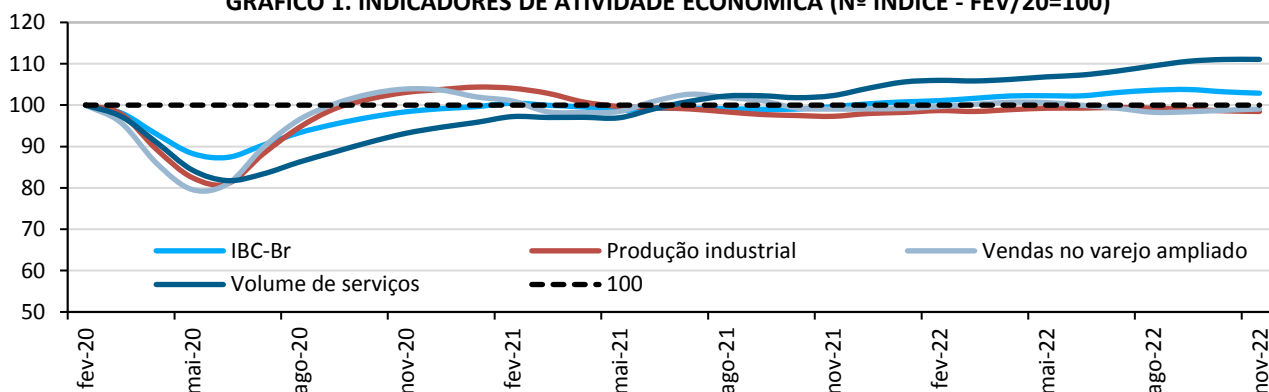
1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

1.1 Projeções de curto prazo

1.1.1 Atividade econômica

Desaceleração da atividade econômica. Os dados de atividade de novembro mostraram retração do patamar da indústria e varejo – que permanecem abaixo do nível pré-pandemia – e acomodação dos serviços em um patamar bastante superior a fevereiro de 2020 (Gráfico 1). Na comparação com outubro, a produção industrial e as vendas do comércio varejista ampliados recuaram 0,1% e 0,6%, após ajuste sazonal, enquanto o volume de receita do setor de serviços ficou estável. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, recuou 0,5% na mesma comparação, deixando um carregamento estatístico de -1,1% para o quarto trimestre.

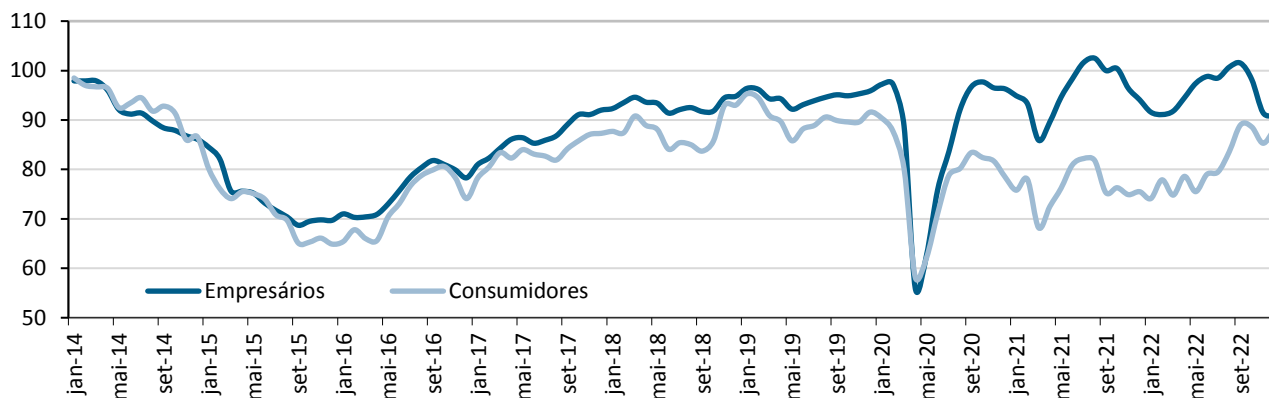
GRÁFICO 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA (Nº ÍNDICE - FEV/20=100)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI

PIB deve recuar no quarto trimestre. Dados disponíveis para dezembro trouxeram sinais mistos, com redução da confiança de empresários e do nível de utilização da capacidade instalada da indústria (Nuci), desaceleração no ritmo de geração de empregos formais e elevação da confiança de consumidores, que recuperou parte das perdas verificadas nos últimos meses (Gráfico 2). A IFI projeta que o PIB recue 0,4% no quarto trimestre na comparação com o período imediatamente anterior, após ajuste sazonal, depois de ter avançado 1,0% e 0,4% no segundo e terceiro trimestres, nessa ordem. Com essa dinâmica trimestral, a expectativa para a variação real do PIB em 2022 permanece em 3,0%.

GRÁFICO 2. ÍNDICES DE CONFIANÇA (SÉRIES DESSAZONALIZADAS)



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Projeção para o PIB em 2023 e 2024 contempla crescimento de 0,9% e 1,6%. Apesar da ampliação da massa de renda disponível (beneficiada pela elevação do salário mínimo e pela continuidade dos programas de transferências sociais), 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 em 2023 (projeção mantida em 0,9%). Para 2024, projeta-se crescimento adicional de 1,6% em decorrência da melhora marginal esperada para o consumo das famílias. A contribuição da demanda interna para o crescimento da economia em 2022, 2023 e 2024 é estimada em 2,7 pontos percentuais (p.p.), 1,1 p.p. e 1,5 p.p., respectivamente. A importância das exportações líquidas (demanda externa), por sua vez, deve diminuir entre 2022 e 2023 (de 0,4 p.p. para -0,3 p.p.), sendo estimada em 0,1 p.p. em 2024, diante da perspectiva de aceleração das exportações de bens e serviços.

TABELA 1. PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME

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

Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

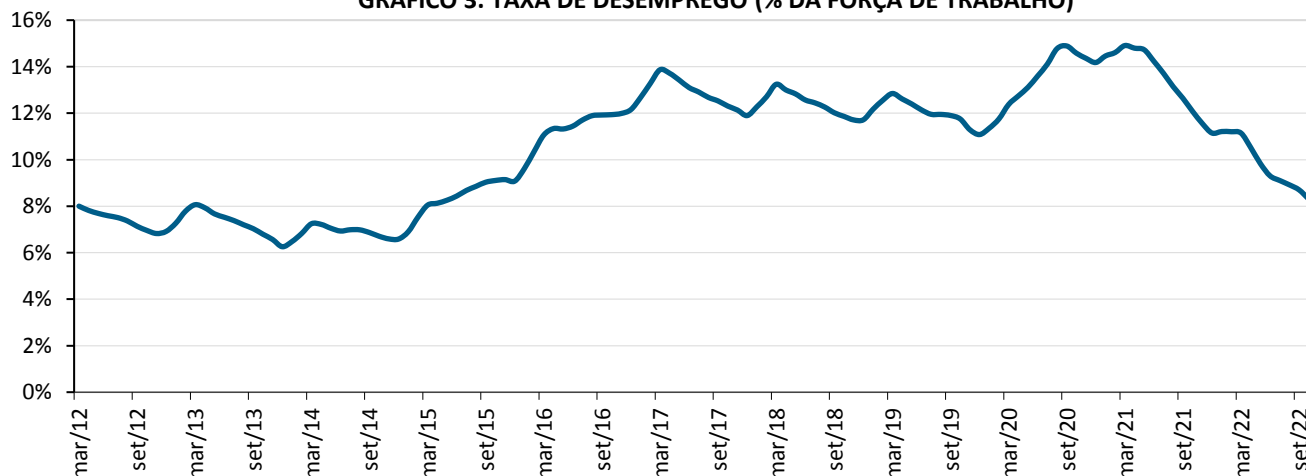
1.1.2 Mercado de trabalho

Sinais de desaquecimento no mercado de trabalho. Os dados de outubro¹ da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) apresentaram uma dinâmica ainda positiva do mercado de trabalho, marcado pela expansão da população ocupada e dos rendimentos. A taxa de desemprego tem diminuído (de 12,1% em outubro

¹ Segundo o IBGE, a edição de novembro da PNAD Contínua foi adiada devido ao atraso na coleta do Censo Demográfico 2022. A atualização de novembro ocorrerá no dia 19 de janeiro.

de 2021 para 8,3% em outubro de 2022), favorecida pelo crescimento mais moderado da força de trabalho. A população ocupada (99,7 milhões de pessoas) avançou 6,1% frente ao mesmo período do ano anterior, abaixo da variação registrada em setembro (6,8%), enquanto a força de trabalho (108,7 milhões de pessoas) subiu 1,7% (ante 2,2%). Apesar de positiva, a geração de postos de trabalho tem ocorrido em um ritmo mais brando nos últimos meses.

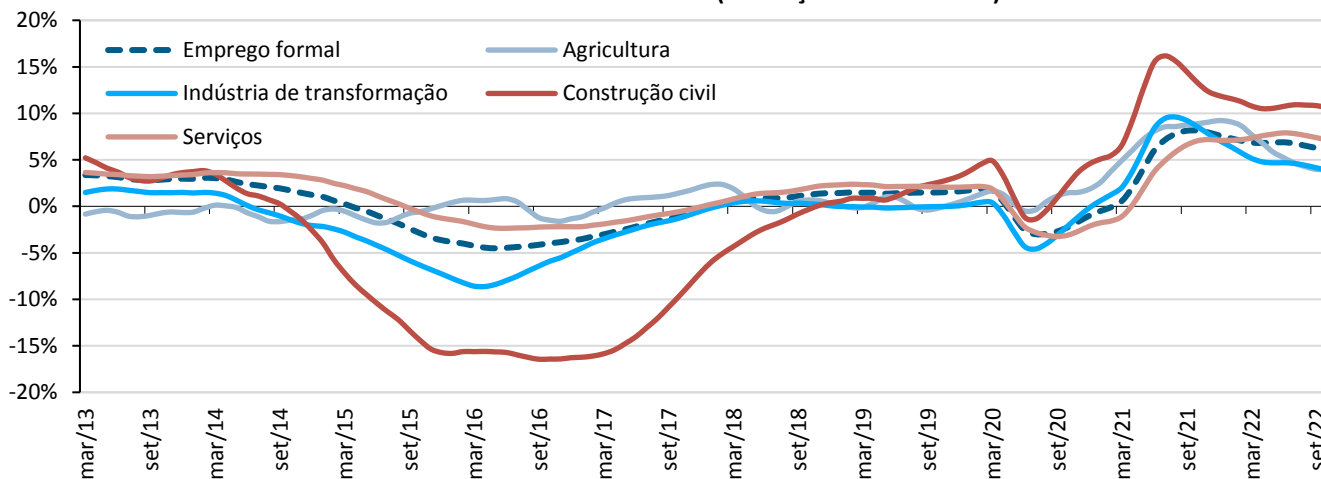
GRÁFICO 3. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Desaceleração do emprego formal é observada nos principais setores de atividade. A geração de empregos formais também vem desacelerando na mesma comparação com o mesmo período do ano anterior (Gráfico 4). No trimestre encerrado em novembro, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados do Ministério do Trabalho e Previdência (Caged), o estoque de trabalhadores formais subiu 5,7% em relação ao mesmo período de 2021 (ante 6,0% no trimestre encerrado em outubro). A evolução em um ritmo mais moderado do emprego com carteira assinada tem ocorrido nos principais setores de atividade, com destaque para a agropecuária (4,1% em novembro) e a indústria de transformação (3,6%), com variações mais baixas comparativamente à construção civil (10,1%) e serviços (6,8%). Espera-se que a recuperação do mercado de trabalho enfraqueça nos próximos meses seguindo a trajetória de arrefecimento em curso da atividade econômica. Estima-se que a taxa média de desemprego alcance 9,4% em 2022, subindo para 9,8% em 2023 e 9,9% em 2024.

GRÁFICO 4. EMPREGO FORMAL (VARIAÇÃO INTERANUAL)

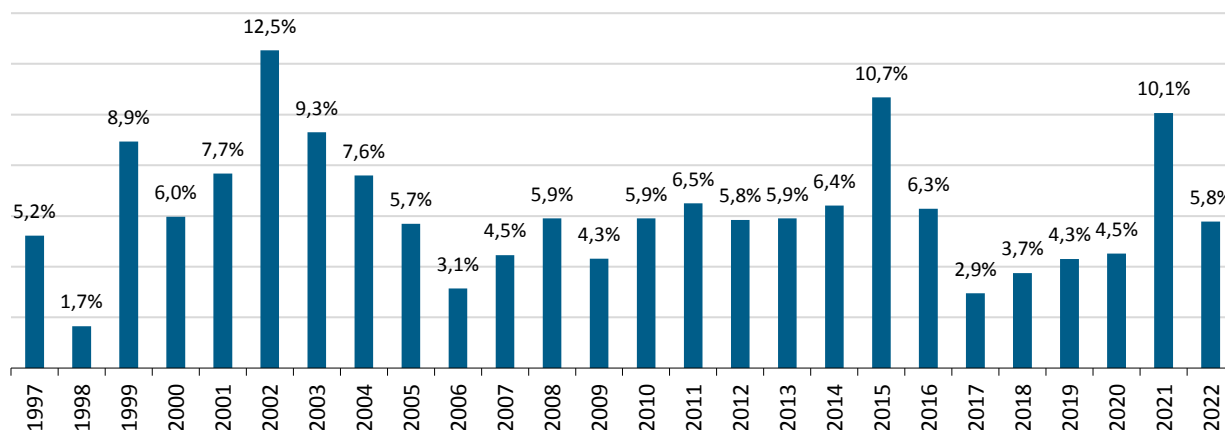


Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego. Elaboração: IFI.

1.1.3 Inflação e política monetária

IPCA encerrou 2022 em 5,8%, acima do limite superior da meta. A inflação ao consumidor em dezembro, medida pelo IPCA, foi de 0,62%, acima da taxa registrada no mês anterior (0,41%). A variação acumulada em doze meses passou de 5,9% em novembro para 5,8% em dezembro (abaixo também do resultado de dezembro de 2021: 10,1%), mas permaneceu acima do limite superior do intervalo de tolerância de 1,5 p.p. em torno da meta de inflação (3,5%) estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para 2022.

GRÁFICO 5. VARIAÇÃO ANUAL DO IPCA

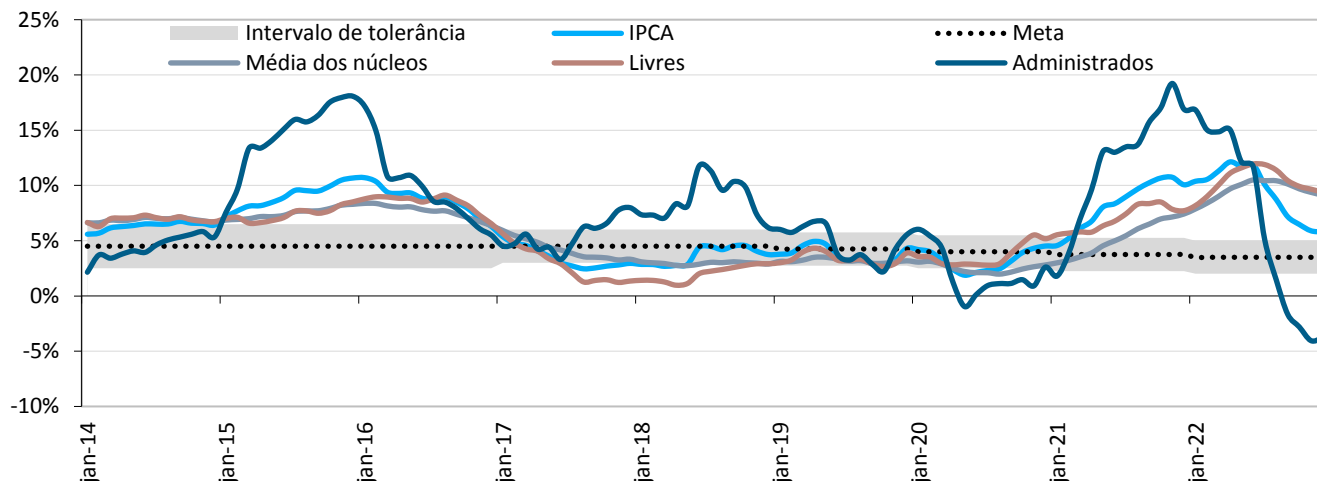


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Em doze meses, enquanto os preços administrados recuaram 3,9% (acompanhando, sobretudo, o desempenho da gasolina e da energia elétrica: -25,8% e -19,0%, nessa ordem), os preços livres aumentaram 9,4%, com pressões da alimentação no domicílio (13,2%), dos bens industriais (9,6%) e dos serviços (7,6%). Em doze meses, a média dos núcleos de inflação acompanhados pelo Banco Central – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de

itens de maior volatilidade – também superou o limite da meta, desacelerando de 9,4% em novembro para 9,1% em dezembro (Gráfico 6).

GRÁFICO 6. IPCA, META DE INFLAÇÃO E INTERVALO DE TOLERÂNCIA (% 12 MESES)



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Inércia do ano anterior foi principal fator para o desvio da inflação em relação à meta. Após a divulgação do resultado da inflação do ano passado, o Banco Central publicou uma carta aberta² para o ministro da Fazenda (presidente do CMN) detalhando as razões para o IPCA ter superado a meta em 2022 em 2,3 p.p. Segundo o documento, os fatores que levaram a inflação em 2022 a ultrapassar o limite superior de tolerância foram: i) a inércia inflacionária; ii) a elevação dos preços de commodities, sobretudo petróleo; iii) os desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos e gargalos nas cadeias produtivas globais; iv) os choques em preços de alimentação afetados por questões climáticas; e v) a retomada na demanda de serviços e no emprego, reflexo da redução de casos de covid-19 e do aumento da mobilidade.

IPCA em 2022 ficou menor devido ao corte de impostos. Por sua vez, as razões que agiram no sentido contrário, reduzindo o desvio da inflação em relação à meta, foram i) a redução na tributação sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações; ii) o comportamento da bandeira de energia elétrica, que passou de escassez hídrica para bandeira verde; iii) a apreciação cambial; e iv) a permanência do hiato do produto no campo negativo.

Projeção para o IPCA em 2023 subiu de 4,7% para 5,3%. O governo renovou a desoneração de PIS/Cofins e Cide sobre gasolina e álcool por mais dois meses (até 28 de fevereiro) por meio da Medida Provisória nº 1.157/2023. A partir de então, passamos a considerar no cenário base o fim da isenção de impostos federais, com impacto sobre o IPCA estimado em 0,5 p.p. A discussão em torno do aumento da tributação do ICMS³ incidente sobre gasolina e álcool (cujas alíquotas foram reduzidas com a Lei Complementar 194/2022, que passou a considerar como bens essenciais combustíveis, telecomunicações e energia elétrica) colocaria um viés para cima na projeção do IPCA de 2023, revisada de 4,7% para 5,3%. Para 2024, a projeção para o IPCA está em 3,7%.

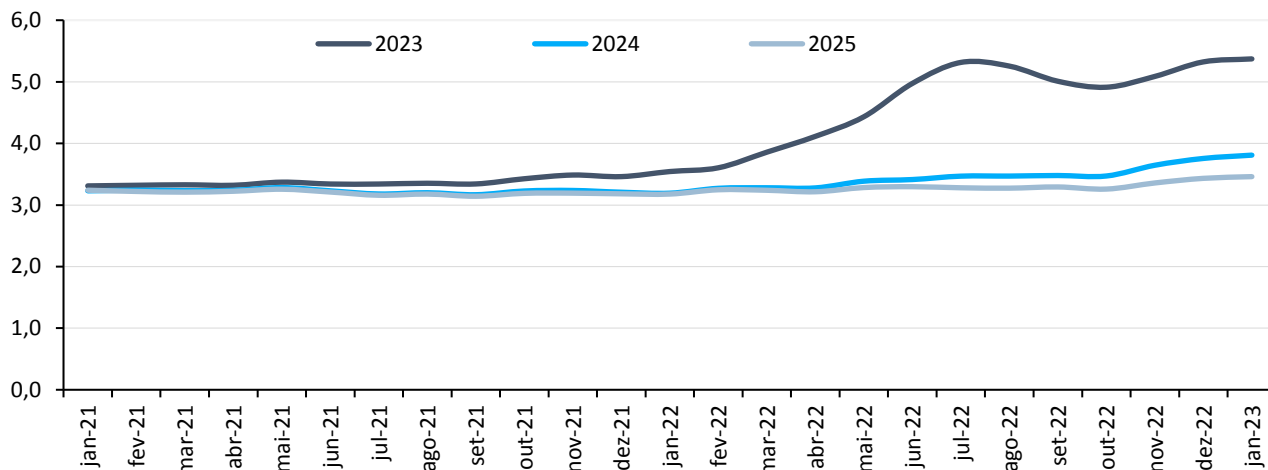
Expectativas de inflação para 2023 e 2024 estão acima da meta (3,25% e 3,0%, respectivamente). Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a média para a variação do IPCA de 2023

² Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17814/nota>

³ Ver matéria do Valor Econômico: <https://valor.globo.com/brasil/coluna/entre-a-receita-de-icms-e-a-inflacao.ghtml>

chegou a 5,4% no dia 16 de janeiro (intervalo de um desvio padrão entre 4,9% e 5,8%). A pesquisa Focus também manteve os ajustes altistas nas expectativas para inflação no horizonte de 2024 (3,8%) e 2025 (3,5%). O efeito inercial da inflação, bem como o efeito sobre o prêmio de risco e a taxa de câmbio das incertezas relacionadas à sustentabilidade da trajetória da dívida pública (em um cenário de estímulos fiscais e indefinição quanto ao desenho do novo arcabouço fiscal), pode estar contribuindo para a manutenção das expectativas em patamares mais elevados.

GRÁFICO 7. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (2023, 2024 E 2025)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O cenário da IFI contempla que a taxa Selic permaneça no patamar de 13,75% a.a. até meados de 2023, recuando para 12,0% a.a. ao fim do ano (revisada de 11,5% a.a.). Em sua última reunião de 2022, o Comitê de Política Monetária (Copom) afirmou que avaliará se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros no patamar de 13,75% a.a. por um período longo será suficiente para levar a inflação à meta, enfatizando que irá acompanhar o desenvolvimento da conjuntura fiscal e seus impactos sobre o nível de preços. A elevação das projeções para o IPCA no horizonte relevante (que inclui os anos de 2023 e 2024) tende a limitar o espaço existente para a redução dos juros possibilitado pelo processo de desinflação em curso (visto, por exemplo, na trajetória dos preços livres e da média dos núcleos de inflação). Por essa razão, ajustamos para cima a perspectiva para a taxa Selic em 2023, de 11,5% a.a. para 12,0% a.a. Para 2024, a projeção para a taxa básica de juros encontra-se em 9,5% a.a. Por ora, avaliamos como cenário mais provável a postergação do início e a redução da magnitude do ciclo de redução dos juros, monitorando, de toda forma, a evolução das expectativas e o balanço de riscos e a comunicação do Banco Central.