

## Visão Geral da Conjuntura

### Sumário

O cenário mundial tem piorado, tanto em termos dos dados recentes, quanto em termos das expectativas. A inflação alta e persistente provocou o início de ciclos de aperto monetário nos Estados Unidos e na Europa, com discursos cada vez mais duros dos dirigentes dos bancos centrais e taxas de juros esperadas maiores. Adicionalmente, destacam-se o prolongamento do conflito na Ucrânia e de suas consequências econômicas; na China, os *lockdowns* para levar a cabo a política de “covid zero” e a grave crise no mercado imobiliário; e a reversão das políticas fiscais expansionistas face ao recuo da pandemia e à necessidade de combater a inflação. Em consequência, as projeções de crescimento no mundo têm se reduzido de forma substancial.

A desaceleração externa deverá afetar negativamente o Brasil, mas a situação do país é diferente da observada na maioria dos países desenvolvidos e em muitos emergentes. O ciclo de aperto monetário, iniciado há um ano e meio pelo Banco Central do Brasil (BCB), parece já ter chegado ao fim e a discussão passa a se concentrar em quando o BCB poderá iniciar a redução da Selic. A inflação está em queda, bem como suas previsões; o nível de atividade vem surpreendendo positivamente e as projeções de crescimento para 2022 vêm sendo revistas para cima.

As projeções do Ipea para o produto interno bruto (PIB) no primeiro semestre de 2022, embora estivessem acima da mediana do mercado, também se revelaram aquém do observado, ensejando a necessidade de revisão das previsões para o ano. Assim, nossa previsão de crescimento do PIB em 2022 está sendo elevada de 1,8% para 2,8%.

Pela ótica da produção, o crescimento no ano deve ser liderado pelos serviços (3,9%) e pela indústria (1,7%), ao passo que a agropecuária deve apresentar recuo (-1,7%) por conta de dados aquém do esperado e revisões de safras. Pela ótica da despesa, o consumo das famílias deve se expandir em 3,7%, as exportações, em 2,5% e o consumo do governo, em 1%, enquanto o investimento e as importações devem registrar relativa estabilidade (variações de 0,1% e 0,2%).

Cabe ressaltar que, após as surpresas positivas do crescimento nos primeiros trimestres do ano, dados mais recentes de atividade mostram alguma desaceleração na margem. Contudo, o terceiro trimestre ainda deve ser de crescimento. Para o final de 2022 e início de 2023, espera-se alguma desaceleração em função do aperto monetário doméstico e da piora do cenário externo, mas indicadores robustos de mercado de trabalho, as medidas governamentais de apoio à renda e redução de impostos, e o investimento já observado ou contratado, além de um possível efeito continuado das reformas implementadas nos últimos anos, devem evitar uma queda muito expressiva do crescimento. A gradual retomada de alguns setores dos serviços com

**Marco A. F. H. Cavalcanti**

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

marco.cavalcanti@ipea.gov.br

**Francisco E. de Luna A. Santos**

Diretor adjunto de Estudos e Políticas Macroeconômicas na Dimac/Ipea

francisco.santos@ipea.gov.br

**Estêvão Kopschitz X. Bastos**

Coordenador de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas na Dimac/Ipea

estevao.bastos@ipea.gov.br

**Maria Andréia P. Lameiras**

Técnica de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas na Dimac/Ipea

maria-andreia.lameira@ipea.gov.br

**Leonardo Mello de Carvalho**

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas na Dimac/Ipea

leonardo.carvalho@ipea.gov.br

Divulgado em 30 de setembro de 2022.

atividade ainda abaixo dos níveis pré-pandemia, a melhora no comportamento dos preços de bens ou serviços administrados, e o aumento da confiança dos consumidores também representam contribuições positivas para o crescimento.

O aperto monetário interno e a manutenção de um arcabouço de regras fiscais compatível com o compromisso com a disciplina fiscal – que mantenha, portanto, sob controle o risco associado à evolução das contas públicas – devem permitir a gradual redução da inflação ao longo de 2023 e propiciar as condições para a recuperação do crescimento ao longo do próximo ano.

Para 2023, projeta-se crescimento do PIB de 1,6%. Esse crescimento deverá ser puxado pelo setor agropecuário, que, após cair em 2022, deve crescer 10,9% em 2023. Para a indústria e os serviços, projetam-se taxas de crescimento de 0,8% e 0,7%.

Quanto à inflação, ao contrário do que vem ocorrendo em grande parte dos países, nos últimos três meses, a inflação brasileira surpreendeu favoravelmente, beneficiada, sobretudo, pela melhora no comportamento dos preços administrados. E, nas últimas semanas, o cenário prospectivo para a inflação vem se tornando melhor. As novas projeções do Grupo de Conjuntura do Ipea indicam variação menor do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em 2022, de 5,7%, comparativamente à estimada na edição anterior da Visão Geral da Carta de Conjuntura de 6,6%, há três meses. No caso do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), a projeção também foi revista para baixo, e a taxa estimada recuou de 6,3% para 6,0%. Para 2023, as projeções de inflação foram mantidas em 4,7%, tanto para o IPCA, quanto para o INPC.

## 1 Conjuntura econômica: análise do período recente

### 1.1 Economia mundial<sup>1</sup>

Em seu World Economic Outlook<sup>2</sup> (WEO) de abril, o Fundo Monetário Internacional (FMI) avaliava que as perspectivas econômicas mundiais haviam piorado significativamente desde a última atualização desse relatório, em janeiro. No início do ano, o fundo previa recuperação a partir do segundo trimestre, após superado o impacto do surto da variante ômicron. Porém, os prognósticos em abril pioraram bastante, principalmente por causa da invasão da Ucrânia pela Rússia e as sanções econômicas impostas ao invasor. Além da guerra, frequentes e mais amplos *lockdowns* na China reduziam a atividade econômica no país e poderiam causar novos gargalos nas cadeias globais de suprimentos. A nova crise se abatia sobre uma situação em que a economia mundial estava ainda se recuperando das consequências da pandemia. Na atualização de julho último, o relatório observa que a concretização de riscos apontados em abril fez o PIB mundial cair no segundo trimestre deste ano, por causa das retrações na Rússia e na China, enquanto os gastos dos consumidores nos Estados Unidos vieram abaixo do esperado. A inflação continuou em alta nos Estados Unidos e nos principais países europeus, levando a condições financeiras mais apertadas.

Entre os riscos, o WEO citava a possibilidade de uma parada repentina das importações de gás russo pela Europa, o que de fato aconteceu a partir de 1º de setembro último, no gasoduto da Nord Stream.<sup>3</sup> Os dados de fluxo de gás por esse duto para a Europa mostram que, embora não tivesse ainda havido uma parada total, o volume já havia sido muito reduzido, primeiramente, em junho, para 40% do normal e, em julho, para apenas 20% do normal.

1. Esta seção contou com a colaboração de Caio Leite, assistente de pesquisa na Dimac/Ipea.

2. Perspectivas econômicas mundiais. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/publications/weo>>.

3. De acordo com a página da empresa que opera o gasoduto, a Gazprom, empresa russa, detém 51% do projeto, feito em consórcio com outras quatro companhias europeias – duas alemãs, uma holandesa e uma francesa.

O fundo havia revisto, entre janeiro e abril, sua previsão de crescimento do PIB mundial em 2022, de 4,4% para 3,6%; agora, nova revisão levou o número para 3,2%. O crescimento no volume de comércio internacional em 2022 fora revisto de 5% para 4% e, em julho, foi projetado em 4,1%. Para 2023, o Fundo espera, para a economia mundial, taxa de crescimento de 2,9% (em abril, a taxa esperada para o ano que vem era de 3,6%). O WEO destaca que o cenário-base é cercado de extraordinárias incertezas, por estar baseado em três hipóteses principais que têm considerável possibilidade de não se mostrarem verdadeiras: i) não haver mais reduções do fluxo de gás natural da Rússia para o restante da Europa (este risco já se concretizou); ii) as expectativas de inflação de longo prazo permanecerem estáveis; iii) o aperto monetário não causar ajustes desordenados nos mercados financeiros globais.

O relatório *Global Economic Prospects*,<sup>4</sup> publicado pelo Banco Mundial em junho último, aborda, em estudo especial,<sup>5</sup> a estagflação. Com a inflação em alta e as projeções de nível de atividade em baixa, o tema está em pauta, sugerindo comparações com a estagflação dos anos 1970, que terminou com recessão global e crises financeiras nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Têm sido destacadas semelhanças entre aquele período e o atual, como as taxas de juros reais negativas e a possibilidade de uma espiral salário-preço. Todavia, o aprendizado com aquela crise pode estar permitindo uma condução adequada da política monetária, estando as atuais expectativas de inflação, para o longo prazo, estáveis. Até agora, segundo o estudo, os mercados esperam que a inflação cairá no futuro próximo, mas permanecerá elevada, enquanto o crescimento global esfria, a política monetária fica mais apertada, o apoio fiscal é retirado, os preços de energia e alimentos se estabilizam e os gargalos de oferta se alargam. Além disso, a maioria dos analistas considera que a política monetária tem as ferramentas para fazer a inflação voltar às metas. Entretanto, se as expectativas de inflação se desancorarem, como nos anos 1970, as taxas de juros necessárias para trazer a inflação de volta às metas serão maiores do que atualmente antecipado nos mercados financeiros, lembrando o fantasma das fortes elevações de juros que domaram a inflação, mas também levaram à recessão global em 1982, às crises financeiras e ao início de longo período de baixo crescimento em várias economias emergentes e em desenvolvimento.

A sequência de choques na economia mundial também foi tema do relatório econômico anual do Banco de Compensações Internacionais (Bank of International Settlements – BIS). A pandemia – que gerou fortíssimas crises sanitária e econômica – o inesperado ressurgimento da inflação e a trágica guerra na Ucrânia são eventos que, certamente, terão efeitos de longo alcance. Em 2021, de acordo com o relatório, a economia mundial cresceu à taxa mais alta de quase cinquenta anos, e esse crescimento foi bem disseminado, confirmando a natureza especial da recessão da Covid-19: a contenção artificial da atividade econômica deu lugar à forte retomada depois que as restrições à mobilidade foram retiradas. Além disso, as significativas políticas de apoio, fiscais e monetárias, deram grande impulso à demanda. O cenário em que “cicatrices” econômicas dificultariam o crescimento não se materializou. Entretanto, o crescimento acabou perdendo momento: primeiro, por causa do surto da variante ômicron que, não obstante, se provou menos problemático do que se temeu; depois, veio a invasão da Ucrânia, cujo principal canal de efeitos sobre a economia foram as elevações dos preços de energia e alimentos. Esses efeitos são inerentemente estagflacionários, pois, sendo as *commodities* insumos produtivos importantes, o aumento em seus custos restringe a oferta. Com a exceção de países exportadores de *commodities*, para o mundo como um todo o efeito foi contracionista. Para as perspectivas de curto prazo, o contexto, para o BIS, é de, pela primeira vez na era pós-Segunda Guerra Mundial, ser necessário subir os juros para combater a inflação, num ambiente de fragilidade financeira, representado, principalmente, pelos elevados níveis de endividamento público e privado, além dos altos preços dos imóveis residenciais. Uma resolução relativamente suave dessa situação viria com a inflação cedendo por efeito do alargamento dos gargalos de oferta e com a reversão da

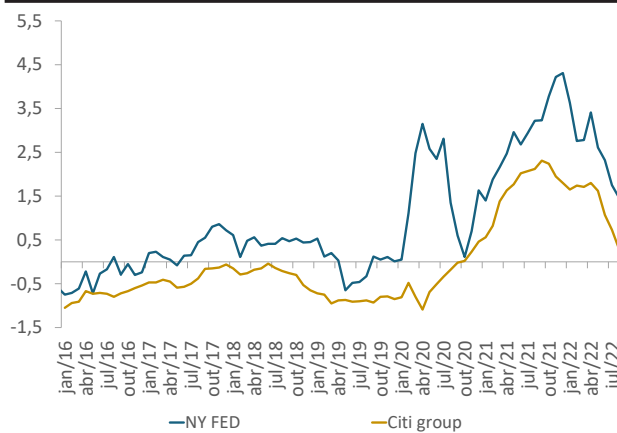
4. World Bank. *Global Economic Prospects*, June 2022. DOI: <10.1596/978-1-4648-1843-1>.

5. Elaborado por Jongrim Ha, M. AyhanKose e Franziska Ohnsorge.

alta nas *commodities* induzida pela guerra. Isso reduziria o aperto monetário necessário e o desaquecimento econômico decorrente. No cenário pior, a inflação resistente requereria forte aperto monetário, induzindo maior desaquecimento da atividade, incluindo recessão e estresse financeiro.

Quanto aos gargalos de oferta, o gráfico 1 traz dois índices que medem a pressão nas cadeias de suprimento globais e ambos mostram alívio nesse aspecto. Os gráficos 2 e 3 mostram como as expectativas de inflação no mundo mudaram, para 2022 e 2023, nos últimos seis meses, comparando os fins de março, junho e setembro deste ano. A alta da inflação e, especialmente, da inflação esperada, tem levado os bancos centrais em diversos países a apertarem a política monetária, através da elevação das taxas básicas de juros. Os gráficos 4 e 5 mostram, de forma análoga aos anteriores, a evolução das expectativas para as taxas de juros básicas no fim deste ano e do próximo. As expectativas para as taxas de juros em 2022 foram afetadas para todos os países ou região mostrados; para 2023, excetuam-se China e Japão. Como decorrência do aperto nas políticas monetárias, de efeitos da guerra na Europa e, ainda, dos lockdowns da política de “covid zero” e da crise imobiliária na China, as expectativas de crescimento vêm sendo revistas para baixo, como ilustrado nos gráficos 6 e 7.

GRÁFICO 1  
Índices globais de pressão na cadeia de suprimentos<sup>1</sup>  
(Em desvios-padrão)

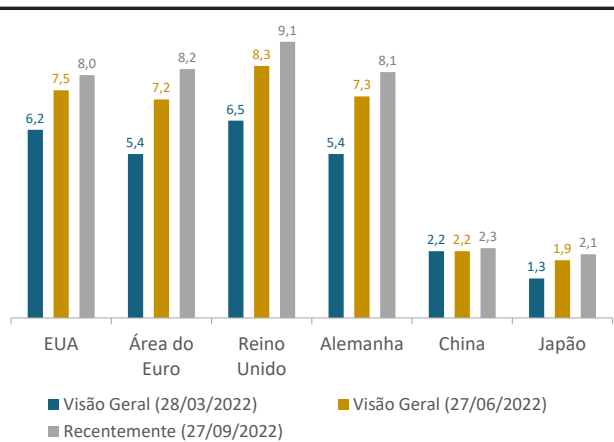


Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> O índice do Federal Reserve Bank of New York (NY FED) combina custos de fretes marítimos e aéreos e índices Purchasing Manager's Index (PMI) e ISM associados à cadeia de suprimentos, procurando isolar efeitos vindos do lado da oferta (ver metodologia disponível em: <<https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview>>). O do Citi o modifica, procurando incorporar aspectos da demanda, pelo entendimento de que deslocamento da demanda de serviços para bens foi um dos fatores que causou dificuldades nas cadeias produtivas (ver *Global Supply Chains: the complexities multiply*, de Nathan Sheer, e *Citi GPS: global perspectives and solutions*, June 2022). Os dois índices são normalizados de tal forma que o zero indica que estão em seus valores médios, enquanto os valores positivos indicam quantos desvios-padrão cada índice está acima da sua média e os negativos, quanto está abaixo.

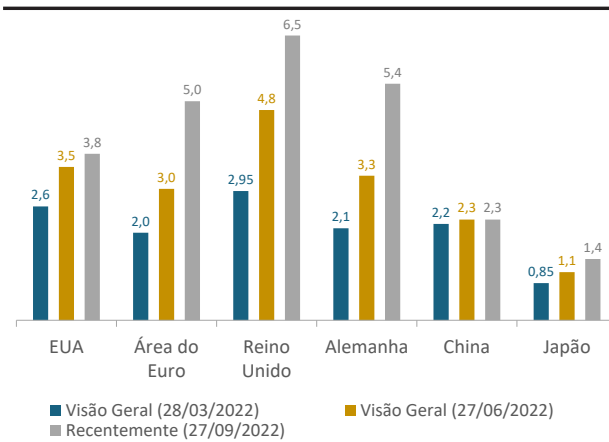
GRÁFICO 2  
Inflação ao consumidor: projeção para 2022  
(Em %)



Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

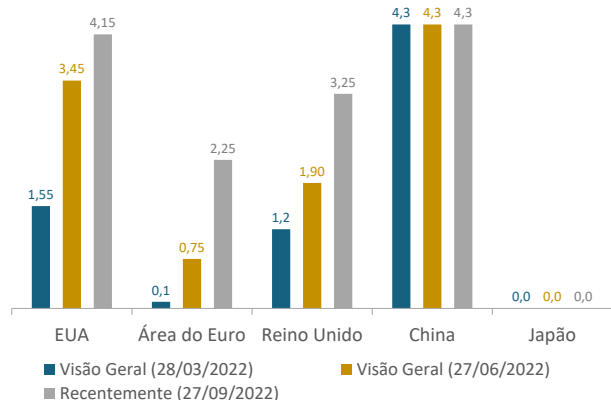
GRÁFICO 3  
Inflação ao consumidor: projeção para 2023  
(Em %)



Fonte: Bloomberg.

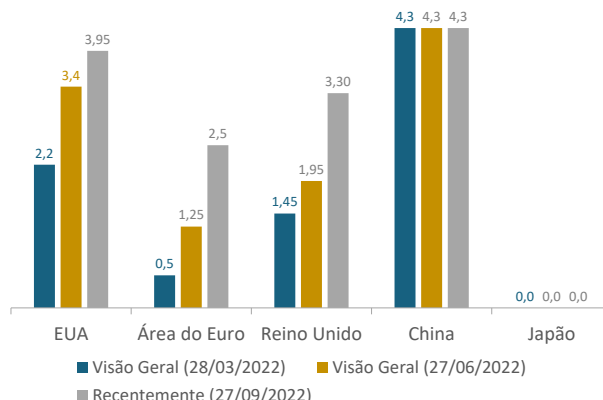
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 4**  
Taxa de juros básica esperada para o fim de 2022  
(Em %)



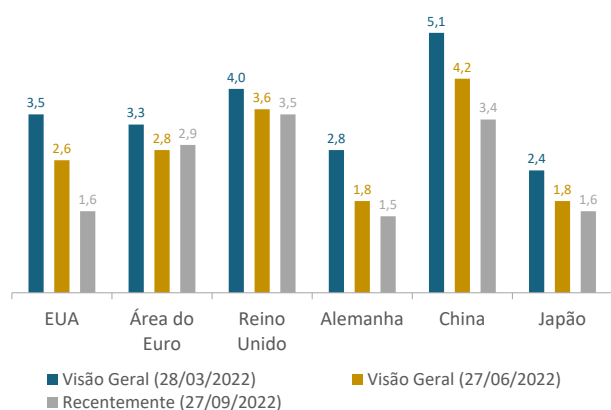
Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 5**  
Taxa de juros básica esperada para o fim de 2023  
(Em %)



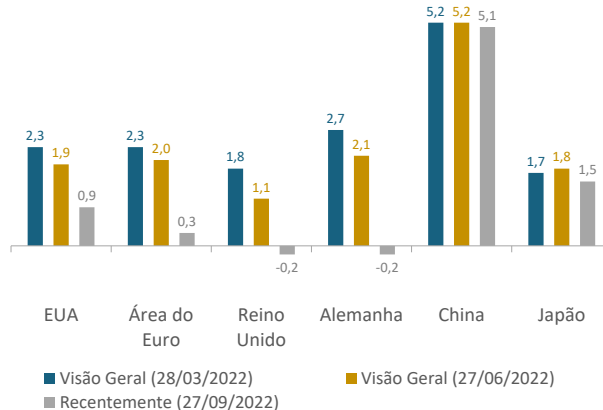
Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 6**  
PIB: projeção de crescimento em 2022  
(Em %)



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 7**  
PIB: projeção de crescimento em 2023  
(Em %)



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

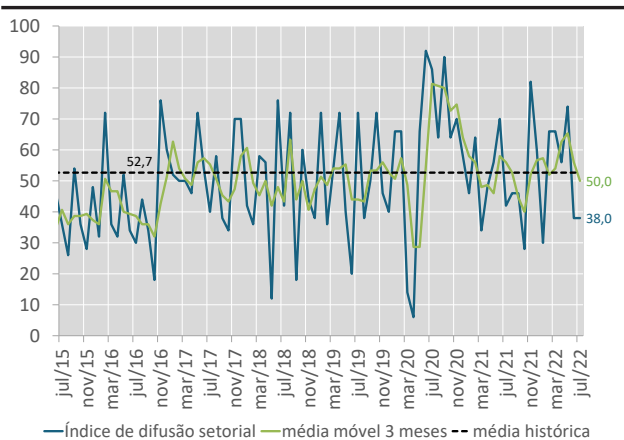
## 1.2 Atividade econômica: indicadores mensais de indústria, comércio e serviços

Após o avanço de 1,2% registrado pelo PIB na comparação entre o segundo trimestre de 2022 e o período imediatamente anterior, os segmentos produtivos vêm apresentando desempenho heterogêneo. Se, por um lado, a melhora observada nos indicadores de mercado de trabalho tem ajudado a sustentar o ritmo de crescimento do setor de serviços; por outro, a demanda por bens apresentou alguma acomodação nos últimos meses. Por sua vez, refletindo a melhora observada nos níveis de confiança dos empresários, o setor industrial iniciou o terceiro trimestre registrando crescimento. Corroborando este cenário, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) e o Monitor do PIB, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), indicadores que buscam retratar o nível geral da atividade econômica brasileira em base mensal, voltaram a crescer em julho. Enquanto o IBC-Br avançou 1,2% na margem e 3,9% em relação a julho de 2021, o Monitor do PIB apresentou altas de 0,6% na margem e de 3,1% na base interanual.

O desempenho da atividade em julho foi caracterizado pelo nível de difusão abaixo de sua média histórica, de 53%. Na comparação com o mês de junho, já excluídos os efeitos sazonais, 38% dos segmentos registraram variação positiva, repetindo o resultado do período anterior. Na comparação em médias móveis de três meses, o indicador de difusão atingiu 50% em julho (gráfico 8). Entre os setores, a atividade de serviços continua sendo um dos principais *drivers* para o desempenho da economia em 2022. Com a normalização dos níveis de mobilidade urbana, o gradual atendimento da demanda ainda reprimida em alguns segmentos tem permitido ao setor manter um ritmo de crescimento positivo, sendo o principal responsável pelo aumento da criação de postos de trabalho na economia. Já a indústria manufatureira, cujo avanço de 0,6% na margem em julho representou a quinta variação positiva nos últimos seis meses, tem exibido desempenho mais favorável, refletindo a melhora dos indicadores que medem a confiança dos empresários do setor. Embora continue enfrentando restrições pelo lado da oferta, caracterizadas pela escassez e encarecimento de insumos, as pesquisas qualitativas indicam abrandamento desses gargalos, e continuam apontando para aumento de produção, emprego e intenção de investimentos. Por fim, o comércio de bens apresentou desempenho negativo nos últimos três meses. Apesar da melhora observada nos indicadores de mercado de trabalho, com aumento dos níveis de ocupação, da massa real de salários e do rendimento real, as vendas no comércio varejista têm exibido acomodação. Se, por um lado, os efeitos do encarecimento do crédito, associados ao orçamento familiar já pressionado pelo nível de preços, podem explicar uma parte dessa perda de fôlego, por outro, algumas medidas adotadas pelo governo que estimulam a economia<sup>6</sup> ainda são relativamente recentes, como é o caso do reajuste concedido no programa Auxílio Brasil a partir de agosto último, e seus efeitos ainda não aparecem nos indicadores.

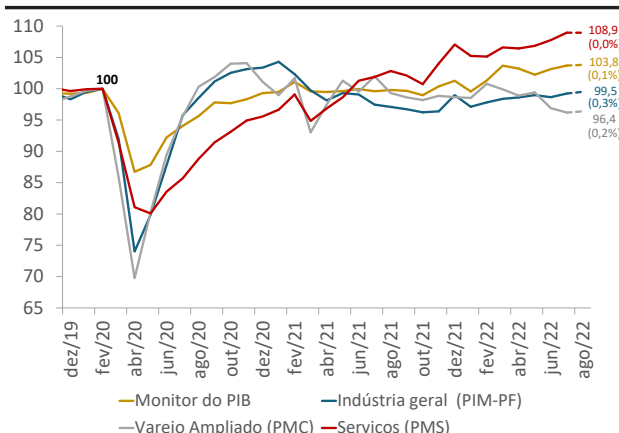
Neste contexto, com base nas informações disponíveis até o momento, a Dimac/Ipea projeta continuidade no desempenho positivo da atividade econômica no mês de agosto, embora num ritmo mais modesto. Na comparação dessazonalizada, esperamos alta de 0,3% na indústria, enquanto os serviços permaneceriam estáveis. Esperamos um avanço de 0,2% para as vendas no comércio ampliado, influenciadas pelo crescimento das vendas de automóveis. No conceito restrito, todavia, o resultado deve ser negativo, com baixa de 0,6%. Com isso, a previsão da Dimac/Ipea é que o Monitor do PIB permaneça praticamente estável em agosto, apresentando alta de 0,1% na margem – gráfico 9.

**GRÁFICO 8**  
**Atividade econômica: evolução do indicador de difusão setorial (jul./2015-jul./2022)**  
 (Em %)



Fonte: Ipea; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 9**  
**Indicadores mensais da atividade econômica e estimativas (ago./2022)**  
 (Índice com ajuste sazonal, fev./2020 = 100)



Fonte: IBGE; Instituto Brasileiro de Economia (Ibre) da FGV; Dimac/Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

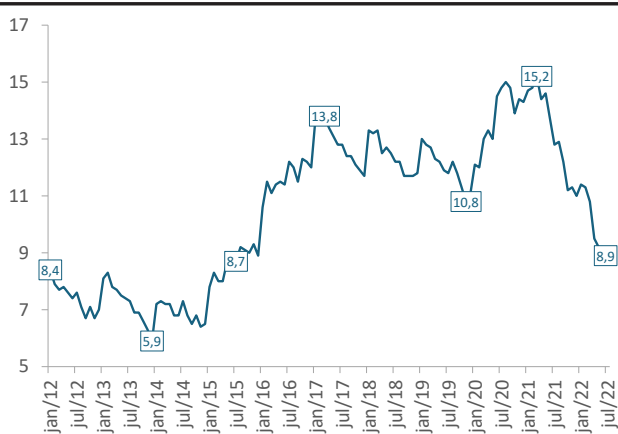
6. Por exemplo, redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), programa Auxílio Brasil, antecipação do 13º do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), liberação de Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS) e auxílio-gás.

### 1.3 Mercado de trabalho

Ao longo do último trimestre, o mercado de trabalho brasileiro consolidou sua trajetória de forte dinamismo, combinando forte expansão da população ocupada e queda significativa da taxa de desocupação. Em julho de 2022, o dado mensal produzido pelo Ipea,<sup>7</sup> com base nas séries de trimestres móveis da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), revela que a taxa de desocupação recuou pelo 14º mês consecutivo, chegando a 8,9% e atingindo o menor patamar desde julho de 2015 (gráfico 10). Esta melhora da taxa de desocupação reflete o expressivo crescimento da população ocupada, cujo contingente avançou 7,5%, em julho, na comparação interanual, abrangendo aproximadamente 100,2 milhões de pessoas (gráfico 11). Os dados desagregados revelam que este aumento da ocupação vem ocorrendo de modo generalizado, atingindo todas as regiões do país, todos os segmentos etários e educacionais e praticamente todos os setores da economia. Deve-se ressaltar, ainda, que, embora durante o período de recuperação do mercado de trabalho a maior parte das vagas tenha sido gerada no segmento informal da economia, nos últimos meses a trajetória de alta do emprego formal se intensificou, de modo que, nos dois últimos meses, a taxa de crescimento do emprego formal já supera a do informal (gráfico 12).

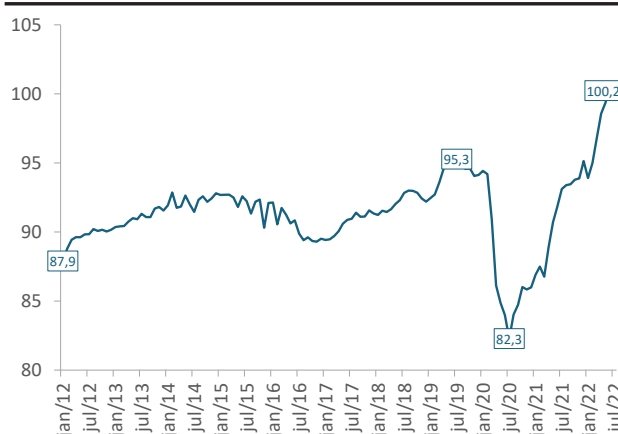
Por fim, os últimos resultados da PNAD Contínua indicam que este aumento no dinamismo do mercado de trabalho, inicialmente restrito à ocupação, começa a se estender aos rendimentos, ainda que em proporção menos significativa. Em julho, na comparação com o mesmo período de 2021, observa-se uma alta tanto nos rendimentos reais habitualmente recebidos (1,2%) quanto nos efetivamente recebidos (0,2%). Desta forma, entre julho de 2021 e julho de 2022, a massa salarial real habitual avançou 9,2% e a massa salarial real efetiva, 8,1% (gráfico 13).

GRÁFICO 10  
PNAD Contínua: taxa de desocupação dessazonalizada  
(Em %)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE; Disoc/Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

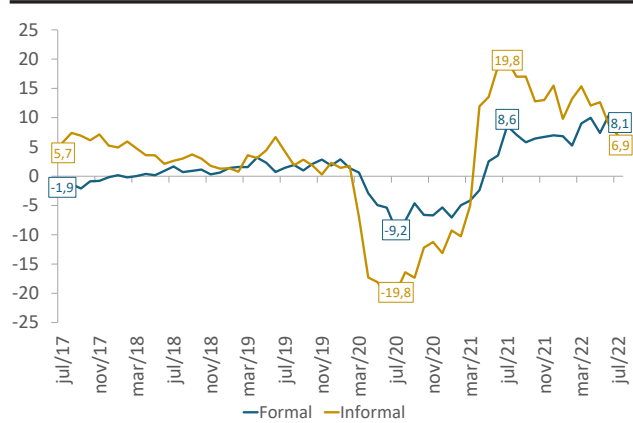
GRÁFICO 11  
PNAD Contínua: população ocupada dessazonalizada  
(Em milhões de pessoas)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE; Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

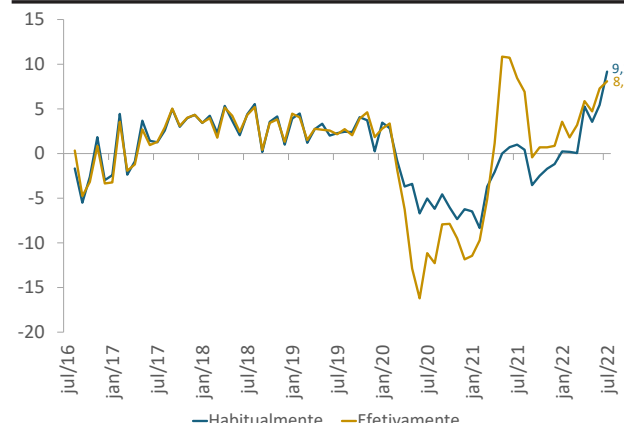
7. As séries mensalizadas foram obtidas a partir da metodologia desenvolvida por Hecksher, disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota\\_tecnica/200409\\_nota\\_tecnica\\_n\\_62\\_disoc.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/200409_nota_tecnica_n_62_disoc.pdf)>.

**GRÁFICO 12**  
**PNAD Contínua: taxa de variação interanual da população ocupada por vínculo**  
 (Em %)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Formal: privado com carteira + doméstico com carteira + público com carteira + estatutário e militar + empregador com Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ) + conta própria com CNPJ.  
 Informal: privado sem carteira + doméstico sem carteira + público sem carteira + empregador sem CNPJ + conta própria sem CNPJ + trabalhador auxiliar.

**GRÁFICO 13**  
**PNAD Contínua: taxa interanual de variação da massa de rendimentos**  
 (Em %)

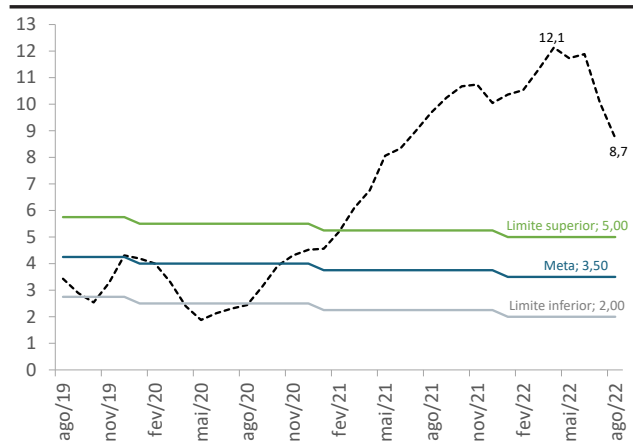


Fonte: PNAD Contínua/IBGE; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 1.4 Inflação

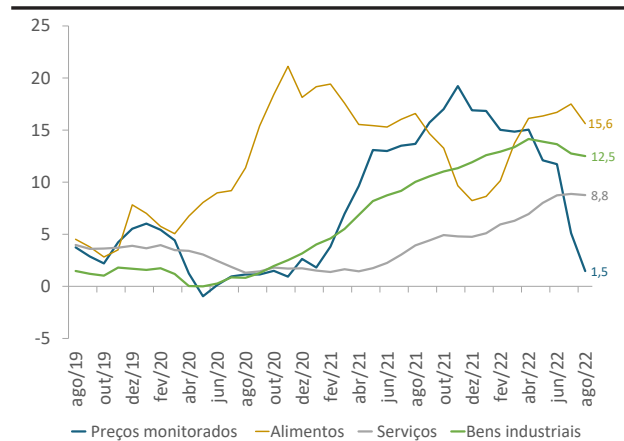
Após registrar, no pico, taxa acumulada em doze meses de 12,1% em abril, a inflação brasileira medida pelo IPCA vem caindo, de modo que, em agosto, a alta observada já era de 8,7% (gráfico 14). Em que pese o fato de que boa parte desta melhora deve-se à queda dos preços dos administrados no último trimestre, o comportamento mais benevolente dos bens industriais e, mais recentemente, dos alimentos no domicílio, ajuda a compor este quadro inflacionário mais favorável (gráfico 15).

**GRÁFICO 14**  
**IPCA: variação acumulada em doze meses**  
 (Em %)



Fonte: IPCA/IBGE.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 15**  
**IPCA por categorias: taxa de variação acumulada em doze meses**  
 (Em %)



Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



No caso dos preços administrados, observa-se que a taxa de inflação em doze meses deste segmento recuou de 12,1%, em maio, para 1,5%, em agosto, refletindo as quedas de 8,0% da energia elétrica e de 25,9% da gasolina, no período. Além do impacto da redução das alíquotas de Imposto sobre Circulação de Mercadorias, Bens e Serviços (ICMS) e do corte de impostos, o preço da gasolina também vem se beneficiando da melhora na trajetória dos preços internacionais. Em relação aos bens industriais, observa-se que, mesmo diante de uma depreciação cambial de aproximadamente 11% de maio a agosto, a taxa de crescimento dos preços destes itens vem recuando gradativamente, repercutindo não apenas a normalização das cadeias produtivas, mas também a desaceleração nas cotações das principais *commodities* metálicas no mercado internacional. Nota-se ainda que, embora se tenha verificado um recuo da inflação em doze meses, em agosto, relativamente à observada no mês imediatamente anterior, os preços dos alimentos no domicílio ainda mostram taxa de variação considerável (15,6%), pressionada, sobretudo, pelos fortes reajustes dos leites e derivados, dos farináceos e panificados. A inflação de serviços, por sua vez, vem apresentando trajetória mais resistente à queda, sinalizando que a demanda do setor – especialmente dos segmentos ligados à prestação de serviços a famílias – ainda segue aquecida, mantendo a intensidade da recomposição dos preços.

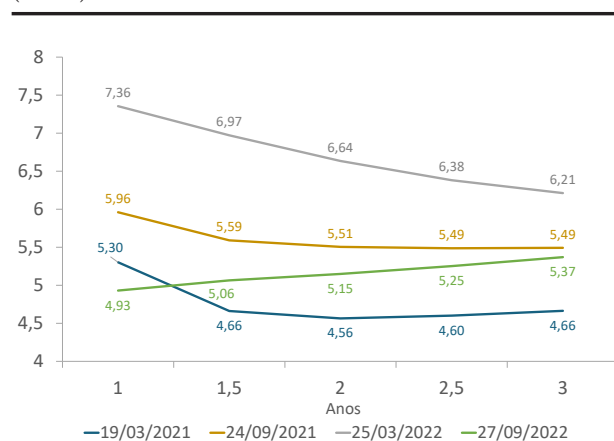
O gráfico 16 mostra a evolução da inflação implícita<sup>8</sup> na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) derivada das negociações de títulos públicos no mercado secundário do início do aperto monetário, em março de 2021, até 27 de setembro último, com intervalos semestrais. Nos últimos seis meses, a inflação esperada pelos agentes desse mercado caiu, no vértice de um ano, de 7,36% para 4,93%; no de três anos, de 6,21% para 5,37%, com quedas intermediárias nos vértices intermediários.

### 1.5 Crédito e juros

O saldo total de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN), medido em relação ao PIB, permaneceu estável na leitura de agosto de 2022 em 54,3%. Os gráficos 17 e 18 mostram que o crescimento real de 7,4% no saldo da carteira em doze meses continua liderado pelo segmento de pessoa física e a categoria recursos livres. A análise dos mesmos gráficos mostra recuperação dos segmentos de pessoa jurídica e da categoria recursos direcionados no segundo trimestre de 2022, revertendo tendência de desaceleração que persistia desde o final de 2020.

O movimento recente das concessões tem indicado leve crescimento no segmento de pessoa física e relativa estabilidade do segmento de pessoa jurídica, com a média das concessões reais dessazonalizadas no período de junho a agosto de 2022, mostrando aumentos de 0,9% e 0,1%, respectivamente, em relação ao período de março a maio de 2022. O gráfico 19 reforça a adequação da análise trimestral, já que o dado apresenta variações bruscas entre meses e uma variação mensal negativa como a ocorrida em maio, seguida de leve alta em junho, não retrata corretamente o movimento recente das concessões que mantém força no segmento de pessoa física e recuperação no segmento de pessoa jurídica, apesar dos fatores limitantes que apontaremos na sequência e o resultado negativo das concessões para veículos e financiamento imobiliário.

GRÁFICO 16  
Inflação implícita na ETTJ desde o início da elevação da Selic (Em %)

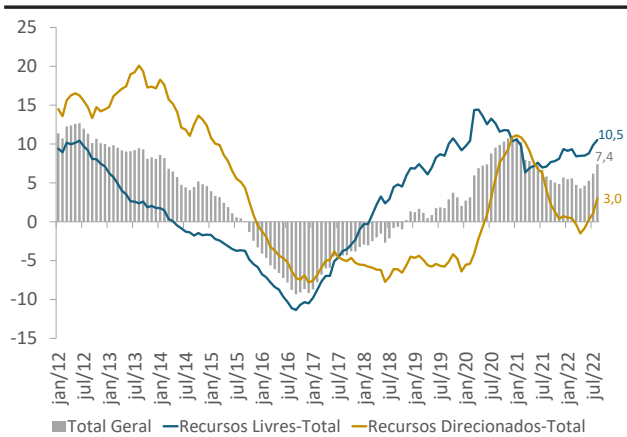


Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

8. Que combina expectativa de inflação com prêmio de risco.

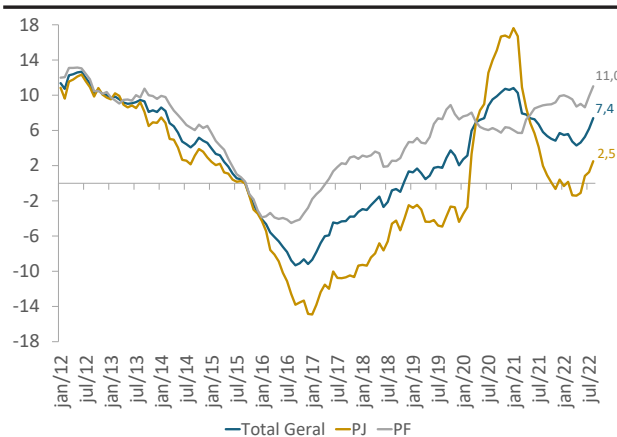
A análise prospectiva do mercado de crédito aponta condições apertadas nos próximos meses, indicando um crescimento limitado no ano. A recuperação das concessões continua restrita pela permanência do comprometimento de renda em patamares relativamente elevados (gráfico 20) e pela alta recente na taxa de inadimplência de recursos livres (gráfico 21), agora em 5,6%. A inadimplência tem apresentado incrementos sucessivos desde o final de 2020 e se encontra em nível superior ao observado no período imediatamente anterior à pandemia, mas ainda relativamente distante dos picos registrados no passado.

**GRÁFICO 17**  
**Variação real em doze meses do saldo da carteira de crédito, deflacionada pelo IPCA, recursos livres e direcionados**  
 (Em %)



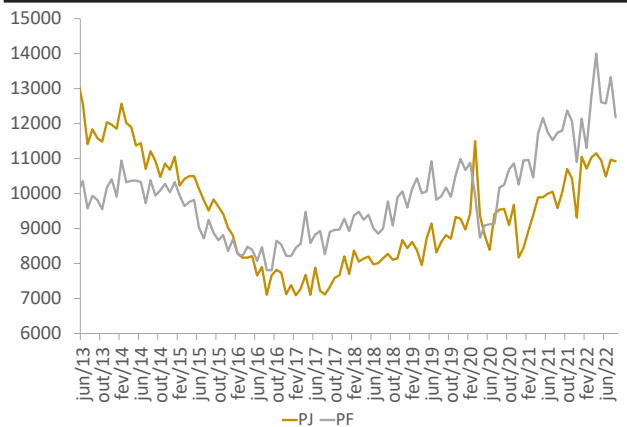
Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 18**  
**Variação real em doze meses do saldo da carteira de crédito, deflacionada pelo IPCA, para os segmentos de pessoa física e jurídica**  
 (Em %)



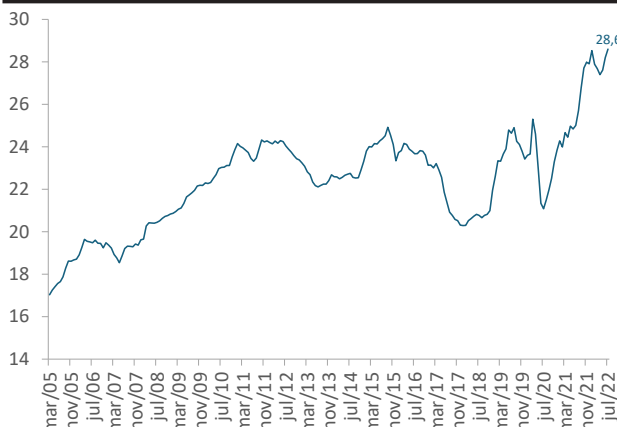
Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 19**  
**Concessões diárias para pessoa física e jurídica, com ajuste sazonal, deflacionadas**  
 (Em R\$ milhões de ago./2022)



Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 20**  
**Comprometimento da renda familiar com o serviço da dívida dessazonalizado**  
 (Em %)

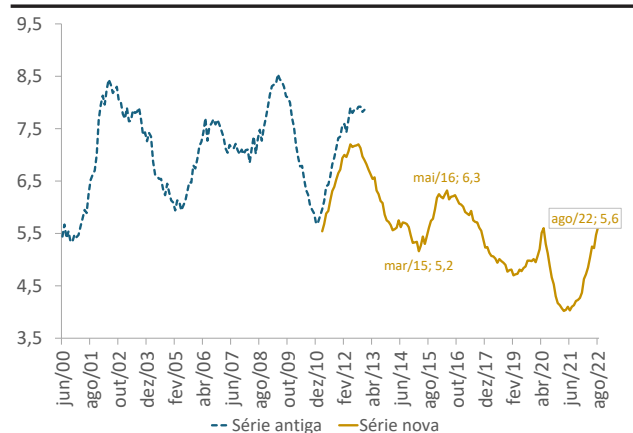


Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Outro fator que limita o mercado de crédito é o crescimento na taxa média de juros das operações de crédito. Entre junho e agosto, as taxas para recursos livres e pessoa física se mantiveram em suas máximas dos últimos dois anos, após aumentos contínuos que coincidem com o início do ciclo de aperto monetário do BCB, confor-

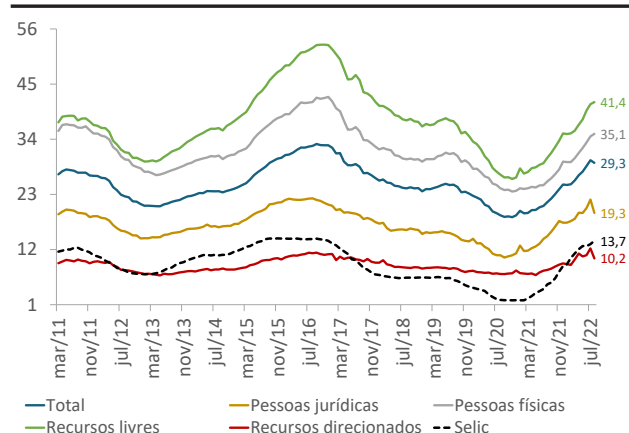
me pode ser visto no gráfico 22. Houve ligeiro recuo na margem no segmento de pessoa jurídica e nos recursos direcionados. Assim como a inadimplência, as taxas médias encontram-se em patamar mais alto do que as vigentes no período imediatamente anterior à pandemia, ainda que estejam distantes do pico mais recente em 2016. Em doze meses, o aumento das taxas médias para recursos livres já supera 10 pontos percentuais (p.p.). O Indicador de Custo do Crédito (ICC), que mede o custo médio de todo o crédito SFN, acompanhou este movimento e também apresentou em agosto de 2022 o valor máximo dos últimos doze meses.

**GRÁFICO 21**  
**Inadimplência da carteira de crédito com recursos livres de pessoa física**  
(Em %)



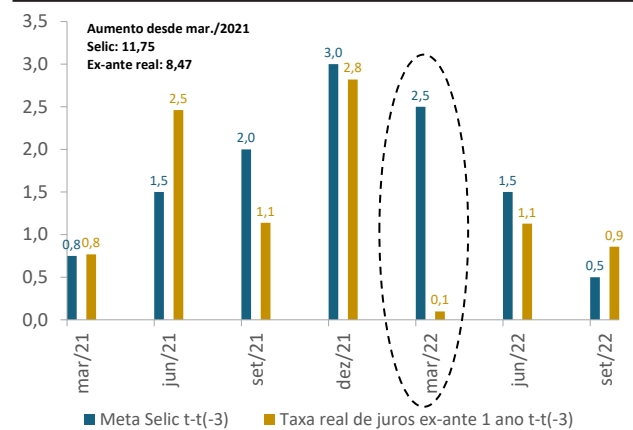
Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 22**  
**Taxas médias de juros das operações de crédito dessazonalizadas**  
(Em % a.a.)



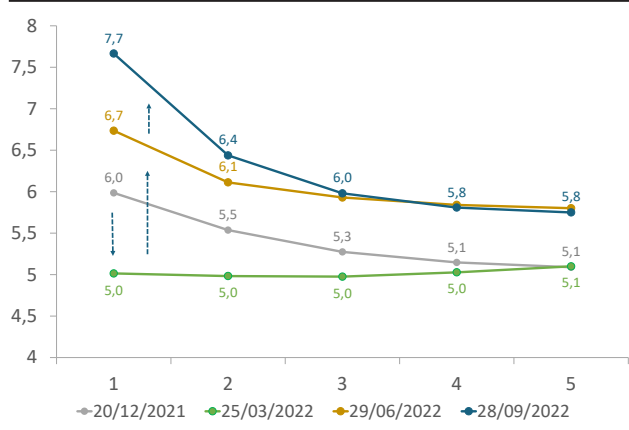
Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: a.a. – ao ano.

**GRÁFICO 23**  
**Meta Selic e taxa real ex ante de um ano, variação sobre o trimestre anterior**  
(Em p.p.)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 24**  
**Estrutura a termo da taxa de juro real**  
(Em %)



Fonte: Ambima.  
Elaboração: Grupo de conjuntura da Dimac/Ipea.

No primeiro trimestre de 2022, apesar de a meta para a Selic ter sido elevada em 2,5 p.p., a taxa de juros real ex ante de um ano<sup>9</sup> variou apenas 0,1 p.p., como ilustrado no gráfico 23, fazendo com que a elevação da taxa básica não se traduzisse em aperto mais significativo da política monetária. Nos seis meses seguin-

9. Medida pelo swap DI-Pré de 360 dias, descontado o IPCA previsto para doze meses pelo Focus/BCB (mediana).

tes, no entanto, essa medida de juros reais voltou a acompanhar a Selic, ambas subindo 2 p.p. O mesmo fenômeno é ilustrado no gráfico 24, que mostra a estrutura a termo de juros reais, revelando até mesmo queda entre dezembro de 2021 e março de 2022, e elevação desde então, com altas de 2,7 p.p. no vértice de um ano, 1,4 p.p. no de dois e 1 p.p. no de três. Assim, a elevação da Selic nesses seis meses transformou-se, efetivamente, em condições monetárias mais apertadas.

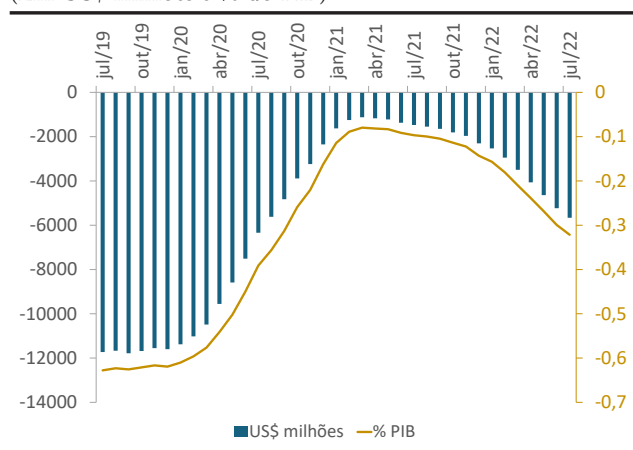
### 1.6 Setor externo<sup>10</sup>

O setor externo continua apresentando uma dinâmica bastante favorável, apesar das incertezas externas e internas. A balança comercial tem registrado sucessivos superávits, mesmo com a retomada das importações. O valor das exportações no acumulado do ano até agosto de 2022 foi de US\$ 225,1 bilhões, contra US\$ 188,9 bilhões no mesmo período do ano anterior, o que representa crescimento de 19,2%. Já o valor das importações para o acumulado do ano até agosto foi de US\$ 181 bilhões, contra US\$ 136,9 bilhões no mesmo período do ano anterior – crescimento de 32,3%. O saldo comercial acumulado no ano é de US\$ 44 bilhões.

Em relação ao balanço de pagamentos, a trajetória de redução do déficit em transações correntes, observada desde novembro de 2021, considerando os dados acumulados em doze meses, foi revertida a partir de março de 2022. Cabe notar que um dos principais itens afetados pela pandemia foram os gastos com viagens. Apesar da recente recuperação, os níveis pré-pandemia ainda não foram atingidos, como mostra o gráfico 25.

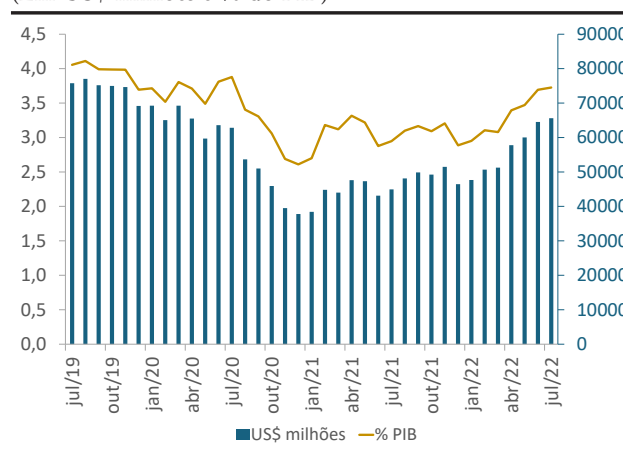
Para a conta capital e financeira, observou-se trajetória de relativa recuperação, com destaque para investimentos diretos no país (IDPs). Embora os níveis pré-pandemia também não tenham sido plenamente atingidos, os ingressos de IDPs se encontram em valores satisfatórios e crescentes, como mostra o gráfico 26. No acumulado em doze meses encerrados em julho de 2022, o saldo atingiu US\$ 65,6 bilhões (3,7% do PIB) – ante US\$ 44,9 bilhões (3,0% do PIB) no mesmo período do ano anterior.

**GRÁFICO 25**  
**Saldo líquido da conta viagens: acumulado em doze meses**  
(Em US\$ milhões e % do PIB)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 26**  
**IDP: dados acumulados em doze meses**  
(Em US\$ milhões e % do PIB)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

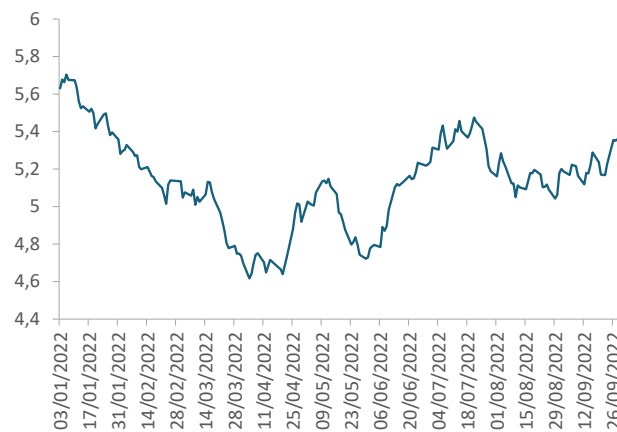
Quanto à taxa de câmbio, a sua dinâmica permanece bastante volátil devido à elevada incerteza externa e interna. Durante os primeiros meses de 2022, mesmo com o conflito Rússia *versus* Ucrânia, houve um movimento

10. Esta seção contou com a colaboração de Andreza Palma, pesquisadora visitante na Dimac/Ipea.

importante de apreciação da taxa nominal de câmbio, revertido a partir de final de abril. Desde então, têm sido observados períodos de valorização e desvalorização, com respectivo aumento da volatilidade, como pode ser observado pelo gráfico 27.

A tabela 1 apresenta a variação percentual da taxa de câmbio (moeda local/US\$) para o Brasil e os principais países emergentes considerando três períodos em relação ao atual (20 de setembro de 2022): mês anterior, início do ano e mesmo período do ano anterior. Como pode ser observado pela tabela, o desempenho do Brasil frente aos demais países emergentes se destaca no período recente. Na comparação com o início do ano, por exemplo, o real foi a segunda moeda que mais se valorizou. Já na comparação com o mês anterior, o Brasil fica na terceira posição.

GRÁFICO 27  
Taxa de câmbio diária (venda)  
(Em R\$/US\$)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 1  
Brasil e principais emergentes: variação da taxa de câmbio (em 20 set./2022 em relação às datas das colunas)  
(Em %)

País/Período	19/08/2022	03/01/2022	20/09/2021
África do Sul	4,04	11,43	19,66
Arábia Saudita	0,13	0,16	0,27
Bangladesh	8,47	20,76	21,69
Brasil	-0,52	-9,37	-3,42
Chile	-1,15	9,66	18,46
China	2,94	10,42	8,54
Colômbia	1,06	8,91	15,12
Filipinas	2,76	12,73	14,45
Índia	-0,03	7,40	8,16
Indonésia	0,98	5,03	5,20
Malásia	1,82	9,26	8,73
México	-0,86	-2,54	-0,70
Peru	0,98	-1,59	-5,24
Polônia	-0,28	-14,59	-17,24
Romenia	1,98	13,15	17,45
Rússia	0,00	59,21	61,59
Tailândia	3,73	10,78	10,99
Turquia	1,14	39,46	111,11

Fonte: Bloomberg; BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As expectativas do relatório *Focus* apontam para um câmbio de R\$ 5,20/US\$ em dezembro de 2022 e ao fim de 2023, com o real mais forte do que na expectativa vigente ao final de 2021 – em 31 de dezembro, a previsão da taxa de câmbio para 2022 era de R\$ 5,60/US\$ e, para 2023, de R\$ 5,40. Porém, persistem vários elementos de incerteza devido ao cenário mundial e interno, especialmente considerando a existência do conflito entre Rússia e Ucrânia, a crise energética na Europa, políticas monetárias contracionistas ao redor do mundo e o ano eleitoral no Brasil. Como pontos positivos para a dinâmica da taxa de câmbio, há que se destacar os fluxos cambial (houve entrada líquida de US\$19,56 bilhões no acumulado do ano até setembro,<sup>11</sup> de acordo com dados do BCB) e comercial positivos durante 2022.

11. Último dado disponível em 16 de setembro de 2022.

## 1.7 Finanças públicas<sup>12</sup>

A conjuntura fiscal continua marcada por resultados positivos nas contas do governo federal, relativamente a 2021. De acordo com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), o superávit primário do governo federal acumulado no ano até agosto atingiu R\$ 24,4 bilhões, contra um déficit de R\$ 89,3 bilhões em igual período de 2021. Essa melhora no resultado primário decorreu do forte crescimento da receita federal, que cresceu 14,4% em termos reais no acumulado do ano, levando a uma alta de 13,1% da receita líquida de transferências nessa base de comparação, contra crescimento de apenas 2,6% da despesa total (tabela 2). Cabe notar que esse resultado foi atingido apesar do elevado déficit primário observado em agosto, da ordem de R\$ 50 bilhões, fortemente impactado pelo pagamento de sentenças judiciais e precatórios e pelo pagamento do acordo relativo ao “Campo de Marte”, em São Paulo.

Em agosto de 2022, quando comparadas ao mesmo mês do ano anterior, as receitas administradas pela Receita Federal do Brasil (RFB) apresentaram um crescimento real de 6%, a arrecadação do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) cresceu 6%, as receitas não administradas cresceram 28% e as transferências legais e constitucionais a entes subnacionais cresceram 13,7%, em termos reais. Com isso, a receita líquida de transferências aumentou 8%. No acumulado do ano até agosto, a receita total registrou um aumento real de 14,4%, enquanto as receitas não administradas pela RFB subiram 48,9% e a receita líquida de transferências cresceu 13,1%, conforme mostra a tabela 2.

TABELA 2  
**Resultado primário do governo central**  
 (Em R\$ milhões)

Período	Mensal (preços constantes, R\$ milhões de ago./2022)		Taxa de variação (%)	Janeiro-agosto (preços constantes, R\$ milhões de ago./2022)		Taxa de variação (%)	Acumulado em doze meses (preços constantes, R\$ milhões de ago./2022)		Taxa de variação (%)
	ago./2021	ago./2022		2021	2022		Até ago./2021	Até ago./2022	
	<b>1-Receita Total</b>	<b>164.066</b>		<b>179.260</b>	<b>9,3%</b>		<b>1.361.377</b>	<b>1.557.537</b>	
1.1 - Receita Administrada pela RFB	98.479	104.379	6,0%	858.944	940.438	9,5%	1.261.825	1.392.398	10,3%
1.2 - Incentivos Fiscais	-	-	-	-95	-52	-45,0%	-95	-130	36,8%
1.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	41.276	43.751	6,0%	313.459	335.585	7,1%	513.617	527.161	2,6%
1.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	24.312	31.131	28,0%	189.070	281.568	48,9%	259.415	392.679	51,4%
<b>2. Transf. Por Repartição de Receita</b>	<b>35.356</b>	<b>40.217</b>	<b>13,7%</b>	<b>255.509</b>	<b>307.001</b>	<b>20,2%</b>	<b>362.858</b>	<b>438.619</b>	<b>20,9%</b>
<b>3. Receita Líquida (1-2)</b>	<b>128.711</b>	<b>139.043</b>	<b>8,0%</b>	<b>1.105.868</b>	<b>1.250.536</b>	<b>13,1%</b>	<b>1.671.904</b>	<b>1.873.489</b>	<b>12,1%</b>
<b>4. Despesa Total</b>	<b>138.572</b>	<b>189.015</b>	<b>36,4%</b>	<b>1.195.216</b>	<b>1.226.154</b>	<b>2,6%</b>	<b>1.927.460</b>	<b>1.799.396</b>	<b>-6,6%</b>
4.1 Benefícios Previdenciários	58.471	71.734	22,7%	547.835	552.099	0,8%	787.664	783.056	-0,6%
4.2 Pessoal e Encargos Sociais	27.112	33.190	22,4%	240.378	222.163	-7,6%	371.510	342.581	-7,8%
4.3 Outras Despesas Obrigatórias	28.031	33.923	21,0%	238.631	200.675	-15,9%	487.335	298.087	-38,8%

Fonte: STN.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A despesa total apresentou em agosto de 2022, relativamente ao mesmo mês do ano passado, um crescimento real de 36,4% - aumento explicado em grande medida, conforme observado, pelo pagamento nesse mês de sentenças judiciais e precatórios, no valor de R\$ 26 bilhões, e pelo pagamento do acordo relativo ao “Campo de Marte” localizado em São Paulo, no valor de R\$ 23,9 bilhões. Os pagamentos de sentenças judiciais e precatórios impactaram principalmente as despesas previdenciárias e com pessoal, que apresentaram crescimento

12. Esta seção contou com a colaboração de Sergio Fonseca Ferreira, Analista de planejamento e orçamento na Dimac/Ipea; e Felipe dos Santos Martins e Wellington Charles Lacerda Nobrega, Pesquisadores do PNPd na Dimac/Ipea.

real de 22,7% e 22,4%, respectivamente, e as outras despesas obrigatórias, com crescimento de 21%. O pagamento referente ao Campo de Marte, por sua vez, afetou as despesas do poder executivo sujeitas a programação financeira, que registraram crescimento de 101%. No acumulado até agosto, a despesa total cresceu 2,6%, com destaque para a despesa com pessoal, que apresentou uma redução real de 7,6% em relação ao mesmo período do ano passado, e para a despesa previdenciária, que cresceu 0,8% na mesma base de comparação.

Para o restante do ano, o relatório de avaliação de receitas e despesas primárias do governo federal do quarto bimestre de 2022 indicou a manutenção do quadro favorável das contas públicas federais. O principal destaque do relatório foi a revisão da expectativa de resultado primário para 2022, que passou de um déficit de R\$ 59,4 bilhões esperado no relatório anterior para um superávit de R\$ 13,5 bilhões (tabela 3). A nova estimativa representa melhora de R\$ 72,9 bilhões em relação à avaliação do terceiro bimestre e de cerca de R\$ 90 bilhões em comparação com a Lei Orçamentária Anual (LOA) 2022. Caso se confirme, este será o primeiro resultado positivo para o governo central desde 2013.

TABELA 3  
Evolução da receita e despesa primária do governo central esperada para 2022  
(Em R\$ milhões)

	PLOA 2022	Autografo LOA 2022	LOA 2022 com Decreto 10.961	Avaliação de receitas e despesas primárias do terceiro bimestre	Avaliação de receitas e despesas primárias do quarto bimestre
<b>1. Receita total</b>	1.958.764	2.030.520	2.030.520	2.226.143	2.308.240
Receitas com impostos e contribuições, líquidas de incentivos fiscais	1.727.993	1.788.255	1.788.255	1.879.276	1.931.289
Arrecadação do RGPS	483.023	499.353	499.353	536.718	537.566
Receitas não administradas	230.773	242.268	242.268	346.867	377.106
Concessões	5.137	5.137	5.137	44.659	45.218
Dividendos	26.285	26.285	26.285	54.816	80.460
Exploração de recursos naturais	85.210	95.870	95.870	127.433	129.750
<b>2. Transferências legais e constitucionais</b>	361.817	386.401	386.401	451.770	464.019
<b>3. Receita líquida</b>	1.596.948	1.644.119	1.644.119	1.774.372	1.844.320
<b>4. Despesa total</b>	1.646.502	1.723.470	1.720.286	1.833.726	1.830.773
Pessoal e encargos sociais	342.799	336.103	336.103	339.586	339.063
Benefício previdenciário	765.569	777.717	777.717	789.648	795.263
Outras despesas obrigatórias	274.955	252.510	252.510	324.669	317.703
Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	263.180	357.140	353.956	379.823	378.743
Obrigatórias com controle de fluxo	164.560	223.164	223.164	225.577	225.507
Discionárias	98.620	133.976	130.792	154.246	153.236
<b>5. Resultado primário</b>	-49.555	-79.351	-76.167	-59.354	13.500

Fonte: Ministério da Economia.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As receitas esperadas para o ano foram revistas para cima em R\$ 82 bilhões, quando comparadas com a avaliação anterior, e em R\$ 277 bilhões na comparação com a LOA 2022. As revisões nas previsões de receitas podem ser distribuídas em três grandes categorias: receitas administradas pela RFB, arrecadação do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) e receitas não administradas pela RFB. No primeiro item, comparativamente com a avaliação do terceiro bimestre, prevê-se ampliação de R\$ 51 bilhões, concentrada principalmente em tributos ligados à atividade econômica e ao faturamento das empresas – Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) –, além de ampliação de R\$ 3 bilhões em impostos sobre a importação. No tocante à arrecadação do RGPS, a estimativa foi aumentada em R\$ 0,8 bilhão, basicamente em função da melhora observada no mercado de trabalho. Finalmente, para as receitas não administradas pela RFB, a arrecadação esperada elevou-se em R\$ 30,2 bilhões, influenciada principalmente pela expectativa de recebimentos de R\$ 25,1 bilhões da Petrobras.

É preciso destacar que o aumento da arrecadação federal em 2022 poderia ser ainda maior, não fossem as renúncias fiscais implementadas, que já acumulam R\$ 71 bilhões no ano. O relatório de avaliação do quarto bimestre estima renúncia de R\$ 23,6 bilhões, devida à redução da alíquota de IPI, de R\$ 16,5 bilhões, referente à desoneração do Programa de Integração Social/Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (PIS/Cofins) sobre o álcool e gasolina e de R\$ 14,9 bilhões, em função da redução de PIS/Cofins sobre o *diesel*, *biodiesel*, querosene e gás liquefeito de petróleo (GLP). Cabe notar, contudo, que essas estimativas se referem apenas ao impacto direto das reduções de alíquotas sobre a arrecadação; na medida em que as reduções tributárias impactam positivamente o nível de atividade, é razoável esperar uma expansão da base de tributação e aumento de arrecadação que pode compensar parcialmente a renúncia inicial.

Com a elevação da arrecadação esperada, as transferências legais e constitucionais para estados e municípios também foram revistas para cima, com aumento de cerca de R\$ 12 bilhões na comparação com a avaliação anterior e de R\$ 77,6 bilhões em relação à LOA 2022. Isso eleva o patamar de transferências para 4,8% do PIB, maior nível histórico. Ainda assim, a receita líquida do governo central foi revista para cima em R\$ 69,9 bilhões em relação à avaliação do terceiro bimestre e em pouco mais de R\$ 200 bilhões quando comparada à LOA 2022.

Cabe notar que, dado o teto de gastos da União, o aumento da arrecadação no ano não pode ser alocado em despesas em sua totalidade. De fato, de acordo com a quarta avaliação bimestral, as despesas sujeitas ao teto dos gastos encontram-se R\$ 7,8 bilhões acima do limite constitucional, havendo necessidade de contingenciamento de despesas discricionárias para a obediência desse limite. Em relação às despesas, vale ressaltar que o relatório elevou a previsão das despesas com benefícios previdenciários em R\$ 5,6 bilhões, em função do aumento no número de pagamentos de benefícios, assim como do montante previsto para o Benefício de Prestação Continuada (BPC), com elevação de R\$ 1,8 bilhão. No entanto, esse aumento foi mais do que compensado com retrações nos subsídios de R\$ 3 bilhões, apoio financeiro aos entes subnacionais (R\$ 3,9 bilhões), créditos extraordinários (R\$ 1,6 bilhão) e despesas discricionárias (R\$ 1,1 bilhão).

## 2 Projeções de PIB e Inflação para 2022 e 2023<sup>13</sup>

### 2.1 Evolução das projeções do Ipea e de mercado

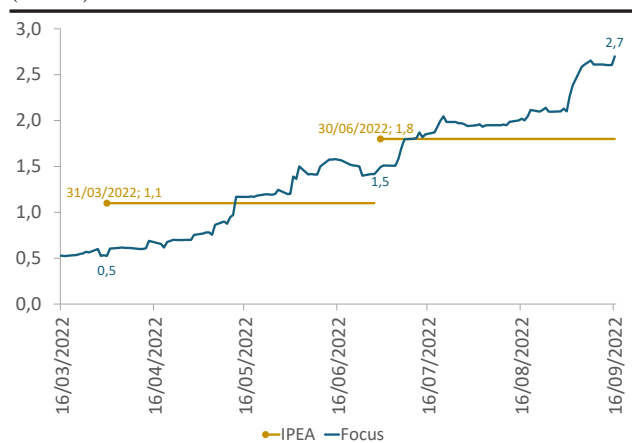
Os gráficos 28 e 29 mostram a evolução recente da mediana das expectativas do *Focus*/BCB para 2022 e 2023, respectivamente, cotejando-a com as projeções do Ipea, divulgadas nesta *Visão Geral* nos finais de março e junho. Optou-se pela amostra da *Focus* dos últimos cinco dias, que reflete melhor as expectativas mais recentes a cada momento, as quais já levam em conta divulgações de novos dados, por exemplo; cabe notar, contudo, que os gráficos com as amostras de trinta dias ficam semelhantes. O gráfico 30 faz a mesma comparação para 2022 para o IPCA e, o gráfico 31, para 2023.

Os gráficos 32 e 33 comparam projeções e o dado observado para o PIB do primeiro e segundo trimestres deste ano, revelando a subestimativa presente nas expectativas. Analistas têm cogitado sobre o porquê desses erros. As previsões sempre erram em algum grau, é claro, mas, nesses dois trimestres, a magnitude foi considerável e, em ambos, para menos. Como costuma acontecer em economia, provavelmente não só uma causa, mas um conjunto de fatores pode vir contribuindo para isso.

13. Esta seção contou com a colaboração de Vinicius dos Santos Cerqueira, técnico de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea; Sidney Caetano, pesquisador visitante na Dimac/Ipea; e Marcelo L. de Moraes, assistente de pesquisa na Dimac/Ipea.

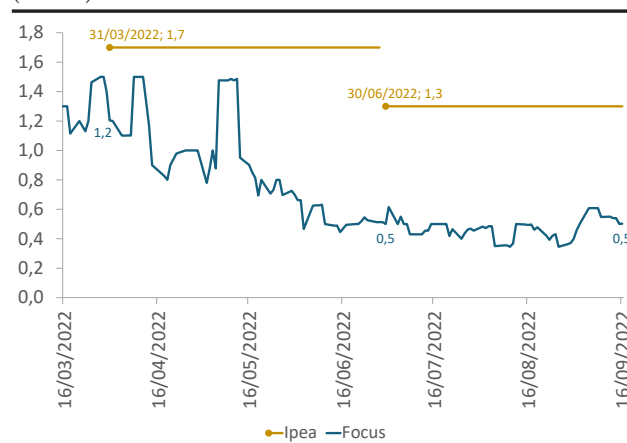


**GRÁFICO 28**  
**PIB do Brasil: evolução de projeções para 2022**  
 (Em %)



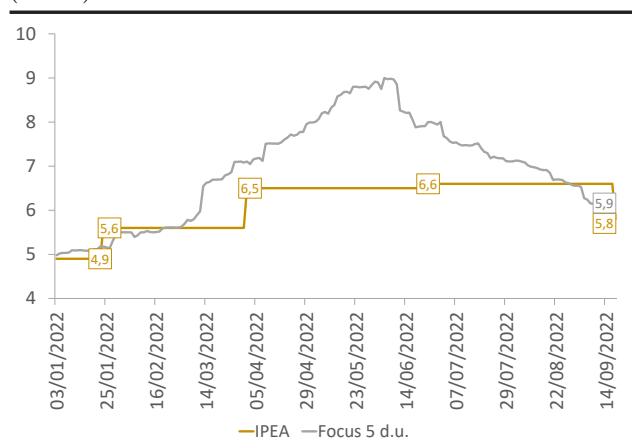
Fonte: BCB; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 29**  
**PIB do Brasil: evolução de projeções para 2023**  
 (Em %)



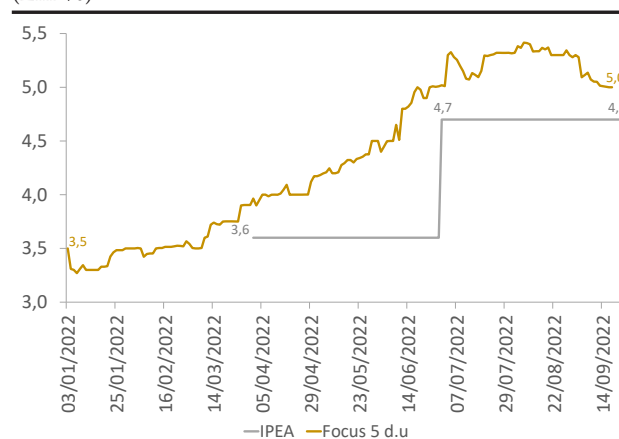
Fonte: BCB; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 30**  
**IPCA: evolução de projeções para 2022**  
 (Em %)



Fonte: BCB; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 31**  
**IPCA: evolução de projeções para 2023**  
 (Em %)

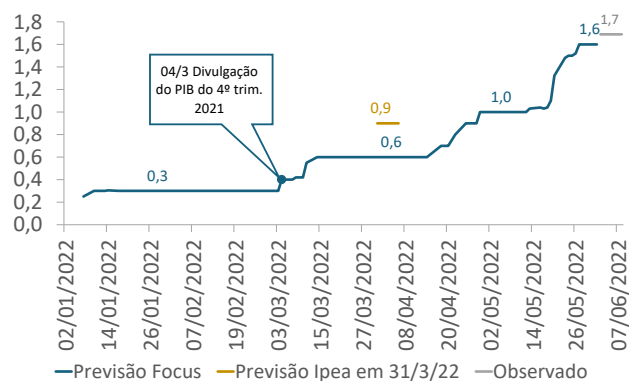


Fonte: BCB; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Primeiro, se, por um lado, a economia mundial tem trazido efeitos negativos, como a recessão da covid-19, a inflação e a consequente elevação de juros, por outro, há fatores externos atuando em sentido oposto, como o choque de alta nos preços das *commodities*, que costuma favorecer o nível de atividade e a renda de exportadores desses produtos – efeitos positivos sobre o Brasil que podem vir sendo subestimados. Outra hipótese é que a taxa normal de crescimento da economia brasileira pode estar maior do que a tendência observada nos anos posteriores à recessão de 2014-2016 e anteriores à pandemia, e que este fenômeno não esteja adequadamente captado pelos modelos de projeção econômica usuais. Entre as reformas e medidas tomadas nos últimos anos, que tendem a estimular o investimento privado e a promover a produtividade, cabe citar: o teto de gastos (2016), a reforma da previdência (2019), substituição da taxa de juros de longo prazo (TJLP) pela taxa de longo prazo (TLP) (2017), crescimento do mercado privado de capitais, um conjunto de medidas que se configurou numa reforma trabalhista, novos marcos legais para gás (2021), saneamento (2020), *startups* (2021), agências reguladoras (2019), ferrovias (2021), navegação de cabotagem (2022), telecomunicações (2019), lei de licita-

ções (2021) e a lei de liberdade econômica (2019). Também o cadastro positivo, a independência do BCB e a capitalização da Eletrobras merecem ser citados, além de numerosos leilões de portos, aeroportos, energia, telecomunicações, ferrovias e rodovias.

**GRÁFICO 32**  
**PIB 1º trim./2022: evolução de projeções e dado observado**  
 (Em % sobre o 1º trim./2021)



Fonte: BCB; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 33**  
**PIB 2º trimestre/2022: evolução de projeções e dado observado**  
 (Em variação % sobre o 2º trimestre de 2021)



Fonte: BCB; Ipea.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 2.2 PIB: projeções atualizadas

O PIB avançou 1,2% no segundo trimestre de 2022, na comparação com o trimestre anterior com ajuste sazonal, com alta de 3,2% na comparação interanual, segundo o IBGE. O resultado veio acima da previsão divulgada em junho, na *Nota de Conjuntura* nº 55,<sup>14</sup> que supunha altas de 0,6% na margem e 2,3% na comparação interanual.

Pela ótica da produção, a maior surpresa em relação ao previsto ficou por conta do PIB da indústria e o de serviços. Previmos corretamente que o crescimento da indústria seria maior do que o de serviços, mas o crescimento trimestral de ambos, e o da indústria em particular (a projeção era de 1,0% e o resultado foi de 2,2%), vieram acima de nossas expectativas. Na comparação com o mesmo período de 2021, o crescimento de 1,9% contrasta com nossa previsão de queda de 0,3%. É importante notar que este é o segundo trimestre consecutivo de recuperação do setor industrial, depois de sequência de três quedas na comparação dessazonalizada, ocorridas em 2021. Com relação a serviços, o crescimento observado foi maior do que a nossa previsão tanto na comparação na margem (1,3% contra 0,4%) quanto na comparação com o mesmo período do ano anterior (4,5% contra 3,5%). O desempenho do PIB da agropecuária no trimestre, por sua vez, surpreendeu negativamente, já que prevíamos crescimento de 4% na margem e o resultado foi de 0,5%. Na comparação com o mesmo período de 2021, houve queda de 2,5%, e a previsão era de pequeno crescimento (+0,7%).

Pela ótica da despesa, destacamos a surpresa positiva no crescimento dos investimentos e do consumo das famílias. No primeiro caso, prevíamos crescimento de 2% na margem e queda de 1,8% na comparação com o mesmo período do ano anterior, enquanto o resultado observado mostrou crescimento de 4,8% e 1,5%, respectivamente. Em relação ao consumo das famílias, prevíamos crescimento de 0,6% na margem e de 2,8% na

14. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/220630\\_nota34\\_visao\\_geral\\_conjuntura.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/220630_nota34_visao_geral_conjuntura.pdf)>.

comparação com o mesmo período do ano anterior, enquanto o resultado observado mostrou crescimento de 2,6% e 5,3%, respectivamente.

Fica claro, portanto, que a economia, desde o último trimestre do ano passado, está mais aquecida do que apontavam as análises feitas tanto pelo Ipea quanto por especialistas de mercado.

Em relação à nova previsão para 2022, consideramos que algumas das condições subjacentes ao crescimento ocorrido no primeiro semestre, como, por exemplo, a robustez do mercado de trabalho, continuarão atuando, pelo menos parcialmente, até o fim de 2022. Somam-se a isso a gradual retomada de alguns setores dos serviços com atividade ainda abaixo dos níveis pré-pandemia, a melhora no comportamento dos preços de bens ou serviços administrados, o fortalecimento do Auxílio Brasil e a melhora na confiança de consumidores como contribuições positivas para o crescimento. Como prevíamos, a trajetória dos preços de *commodities*, que constituiu fator positivo para a atividade no primeiro semestre, deve ser mais estável no segundo semestre, não representando impulso adicional à atividade neste período.

Todavia, com base na análise de um conjunto amplo de variáveis, a atividade mostra alguns sinais de arrefecimento no terceiro trimestre, tanto na indústria quanto nos serviços, ainda que a expectativa em ambos continue sendo de crescimento. Avaliamos também que o risco de um cenário externo mais adverso aumentou em relação à divulgação anterior, e terá efeitos negativos no final de 2022 e em 2023, adicionando incertezas ao cenário macroeconômico. Tais incertezas têm se traduzido numa trajetória de câmbio mais volátil e com tendência de desvalorização no período recente (ao longo de setembro, até dia 28, o dólar, contra o real, subiu 5,9%), apesar do quadro bastante favorável no balanço de pagamentos.

De acordo com o exposto acima, e com base no desempenho dos indicadores de atividade de que dispomos até o momento, prevemos crescimento de 0,6% do PIB no terceiro trimestre de 2022, na comparação com ajuste sazonal (tabela 4), menor do que o crescimento do segundo trimestre. Na comparação com o mesmo trimestre de 2021, a taxa de crescimento esperada é de 3,8%, neste caso superior à do segundo trimestre. Acreditamos que a economia tenderá a desacelerar ao longo do segundo semestre de 2022, mas não a ponto de reverter o impulso observado na primeira parte do ano. Diante destas considerações, a Dimac/Ipea aumenta a previsão para o PIB de 2022, passando-a de 1,8% para 2,8%.

TABELA 4

**Projeções: taxas de crescimento do PIB e de seus componentes**

(Em %)

	Observado				Previsto			
	2020	2021	2022-T1	2022-T2	2022-T3		2022	2023
			Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Anterior dessazonalizado		
PIB	-3,9	4,6	1,7	3,2	3,8	0,6	2,8	1,6
Agropecuária	3,8	-0,2	-8,0	-2,5	11,0	5,2	-1,7	10,9
Indústria	-3,4	4,5	-1,5	1,9	2,4	0,5	1,7	0,8
Serviços	-4,3	4,7	3,7	4,5	3,9	0,8	3,9	0,7
Consumo das famílias	-5,4	3,6	2,2	5,3	4,5	0,3	3,7	1,0
Consumo do governo	-4,5	2,0	3,3	0,7	0,4	0,6	1,0	1,1
FBCF	-0,5	17,2	-7,2	1,5	3,1	1,4	0,1	3,0
Exportações de bens e serviços	-1,8	5,8	8,1	-4,8	3,8	1,1	2,5	2,5
Importações de bens e serviços	-9,8	12,4	-11,0	-1,1	6,8	2,6	0,2	4,4

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em termos desagregados, pelo lado da oferta, continuamos com a expectativa de que o crescimento do PIB em 2022 será liderado pelo setor de serviços, cuja previsão de crescimento aumentou de 2,8% para 3,9%. Acreditamos que o bom desempenho do setor de serviços no primeiro semestre, que resultou em parte do fechamento do hiato dos segmentos mais fortemente atingidos pela crise sanitária, já garante um nível de crescimento robusto em 2022, mesmo que haja alguma desaceleração no segundo semestre. A recuperação do setor de serviços deverá sustentar o bom desempenho dos indicadores de ocupação, gerando um efeito positivo na demanda doméstica. Em relação à indústria, a forte recuperação observada no segundo trimestre corrobora a existência de algum relaxamento nas restrições de oferta, tornando o cenário menos desafiador. Com isso, prevemos que a indústria encerrará o ano de 2022 com crescimento de 1,7%. O resultado da agropecuária, por fim, foi revisto de 0,0% para uma queda de 1,7% (ver detalhes no box 2).

Pelo lado da despesa, o mercado de trabalho aquecido e a recuperação da renda terão impactos positivos sobre o consumo de bens e serviços, o que faz com que nossa previsão para o consumo das famílias seja de 3,7%. Em linha com a recuperação da formação bruta do capital fixo (FBCF) ao longo do ano, após a forte queda registrada no primeiro trimestre, esperamos um resultado próximo da estabilidade, como investimentos crescendo 0,1% em 2022. Além dos investimentos realizados pelos entes subnacionais, estimulados por uma situação de folga fiscal, o bom desempenho dos segmentos da construção civil e de máquinas e equipamentos tem sido corroborado pelos índices de confiança da indústria, cujos níveis já se encontram na zona de otimismo.

Por fim, o resultado para o setor externo depende parcialmente das perspectivas de crescimento mundial e do nível de aperto monetário exigido no mundo para trazer a inflação de volta aos patamares anteriores a 2020. O aperto monetário tem efeito tanto nas exportações brasileiras, via redução do crescimento global, quanto na taxa de câmbio, via diferencial de taxa de juros. Os índices de preços de exportações e importações têm subido e estão em níveis elevados: isso estimula a oferta de exportações e pode inibir a demanda por importações. Até agosto, o índice de volume das exportações calculado pela Secretaria de Comércio Exterior (Secex) mostra crescimento acumulado no ano de 2% e o das importações, alta de 1,4%. Nossa projeção para exportações e importações no PIB de 2022 é de crescimento de 2,5% e de 0,2%, respectivamente.

Em relação a 2023, por um lado, temos taxas de juros reais mais altas (como comentado na seção de conjuntura recente e no box 1) e um cenário externo pior. No entanto, temos a expectativa de um setor agropecuário forte, com melhoras significativas nas safras de soja e milho, e um possível efeito continuado das reformas implementadas nos últimos anos, que, aliado ao aumento da proporção de investimentos na economia, podem ter aumentado o PIB potencial e explicam em parte as divulgações recentes de PIB maiores do que o esperado. Ainda que seja esperada alguma acomodação do mercado de trabalho em relação ao crescimento da população ocupada, podemos esperar que a massa salarial continuará a crescer por efeito também do rendimento médio. Por fim, completa o quadro de fatores positivos um cenário relativamente positivo para a inflação, que tornaria desnecessários apertos adicionais da política monetária interna.

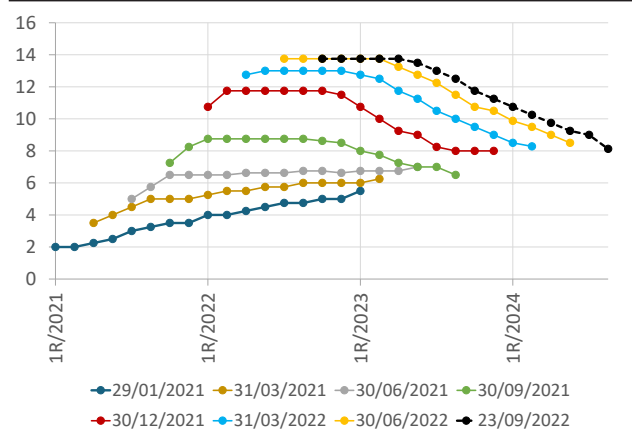
## BOX 1

### Aperto monetário maior do que antecipado

O gráfico 1 mostra as expectativas medianas para a meta da taxa Selic nas datas de reunião do Copom, coletadas em diferentes datas a partir do final de janeiro de 2021. O gráfico 1 mostra que o ciclo atual de alta da Selic, iniciado em março de 2021, tem sido muito mais forte do que o esperado inicialmente. A título de exemplo, po-

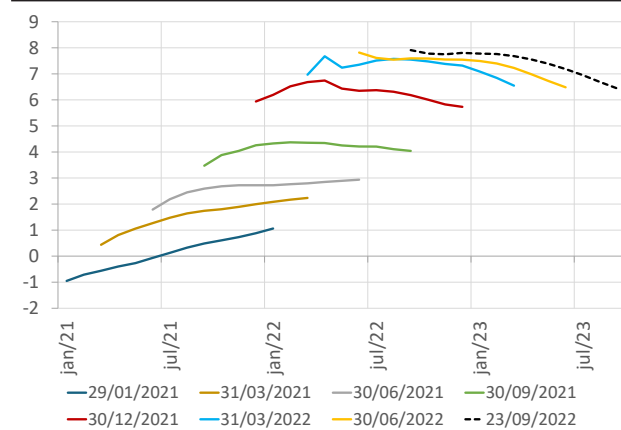
de-se observar que a meta da Selic esperada para vigorar na última reunião do Copom em 2022, que era de 5% a.a. em janeiro de 2021 (antes do início do ciclo de alta), passou para 6% a.a. em março daquele ano (logo após o início do ciclo), para 8,5% a.a. em setembro de 2021, para 11,5% a.a. em dezembro e para 13% em março de 2022, antes de estabilizar no atual nível de 13,75% a partir de junho deste ano. Essas revisões foram motivadas pelas sucessivas surpresas inflacionárias no período, que foram gradualmente explicitando a necessidade de um aperto monetário maior. É interessante notar, porém, que, apesar das sucessivas revisões para cima das taxas de inflação observadas, as expectativas da inflação futura formadas a cada momento sempre indicavam quedas significativas em relação a essas taxas. O gráfico 2 mostra, para as mesmas datas de coleta do gráfico 1, a Selic real acumulada em um ano esperada na *Focus* para horizontes de doze meses, deixando claro que as elevações nas taxas esperadas na Selic nominal também se verificaram na taxa real.

**GRÁFICO B1**  
Trajetória esperada para a meta Selic em diversas datas, de acordo com o Sistema Expectativas do Mercado do BCB



Fonte: Focus/BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO B2**  
Taxa Selic real ex ante em diversas datas, de acordo com o Sistema Expectativas do Mercado do BCB



Fonte: Focus/BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

No entanto, aparecem como fatores negativos: a política monetária mais restritiva, fruto do aumento da taxa real de juros e da expectativa de maior tempo de manutenção da Selic no máximo, antes de começar o processo de redução, e o aumento dos riscos do setor externo, onde já se vislumbra uma combinação de recessão e inflação alta.

Diante deste cenário, nossa previsão para a expansão do PIB em 2023 foi revisada de 1,3% para 1,6%. Em termos de composição, haverá forte recuperação da agropecuária (10,9%) – box 2 – e crescimento tanto da indústria (0,8%) quanto de serviços (1%). Em relação à indústria e aos serviços, a revisão do crescimento para baixo decorre do balanço de riscos apresentado acima, em que o peso principalmente do setor externo tende a tornar as taxas de crescimento menores do que as previstas anteriormente. Do lado da demanda, o consumo das famílias e a FBCF serão os destaques, com altas de 1% e 3,5%, respectivamente. Enquanto o crescimento da massa salarial dará suporte ao consumo das famílias, a FBCF se apoiará no aumento do volume esperado de concessões para o ano que vem e na manutenção dos índices de confiança da indústria, e da construção civil, em particular, em patamares elevados. Importante observar a correlação entre aumentos de FBCF e importações, que deverão crescer mais do que em 2022, apesar da redução no crescimento da economia.

**BOX 2**

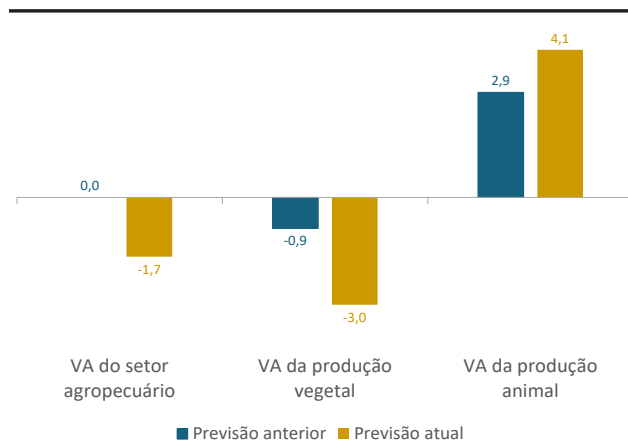
**Previsão para o valor adicionado do setor agropecuário em 2022 e 2023**

O valor adicionado (VA) do setor agropecuário no segundo trimestre de 2022 apresentou queda de 2,5% no resultado interanual, após queda de 8,0% observada no primeiro trimestre. Nossa estimativa na última *Carta de Conjuntura*,<sup>1</sup> utilizando as estimativas para a lavoura da publicação de maio do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, era de leve alta de 0,7%. O principal motivo da diferença observada é a elevada revisão para a estimativa de produção da cana-de-açúcar no ano, que saiu de uma alta de 19,2% para um crescimento de 3,4%, o que também impactou significativamente nossa estimativa para o ano. Além disso, a produção de leite teve um desempenho pior do que esperávamos, caindo 7,6% na comparação interanual do segundo trimestre, após ter recuado 9,9% no primeiro trimestre.

Após duas quedas consecutivas observadas no resultado interanual dos dois primeiros trimestres, estimamos que o terceiro trimestre de 2022 deva crescer 4,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. Com o fim da colheita de soja no Rio Grande do Sul e em outros estados afetados pela seca na safra 2022-2023, a produção de outras culturas passa a ser determinante do resultado trimestral do VA do setor agropecuário. Mais ainda, as culturas que passam a determinantes no resultado do setor têm estimativas de alta na produção. No caso do milho, a estimativa é de alta anual de 35,3% para a segunda safra; para o café, de 9,6%; para o algodão, de 15,0%; e para a cana-de-açúcar, de 3,4%. No caso da produção animal, a maior contribuição positiva deve ser a produção de bovinos, que deve crescer 2,9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. No campo negativo, entre as culturas relevantes no terceiro trimestre, destaca-se a queda estimada para a safra de mandioca, que deve ser de 1,7%. Apesar disso, não há mais tantos produtos com produção relevante para o VA no trimestre que devam apresentar recuo.

As produções de soja e leite são as que mais contribuíram negativamente para a nossa estimativa para o VA do setor agropecuário em 2022. Dada a forte perda de safra da soja (queda de 11,9% da produção no ano), as estimativas de crescimento na produção para as demais culturas mais relevantes – milho, cana-de-açúcar, café e algodão – não têm sido suficientes para contrabalançar a contribuição negativa desse grão. Com a piora já mencionada na estimativa para a cana-de-açúcar, nossa nova previsão para a produção vegetal em 2022 é de queda de 3,0%, ante recuo de 0,9% estimado anteriormente. O leite, todavia, é o único segmento da produção animal para o qual estimamos queda, de 6,4%. Entre os demais produtos desse componente, destacam-se as estimativas para as produções de bovinos e suínos. Esses segmentos devem crescer 4,5% e 6,6%, respectivamente, ante altas estimadas em 4,6% e 4,7% estimadas anteriormente. Em particular, a produção de suínos foi a principal responsável pela nossa revisão de crescimento de 2,9% para 4,1% na produção animal. Levando em consideração os novos resultados para os componentes das produções vegetal e animal, revisamos a nossa estimativa para o VA do setor agropecuário de crescimento nulo, para queda de 1,7%.

**GRÁFICO B3**  
**Previsão de variação do VA do setor agropecuário para 2022 por componente**  
 (Em %)

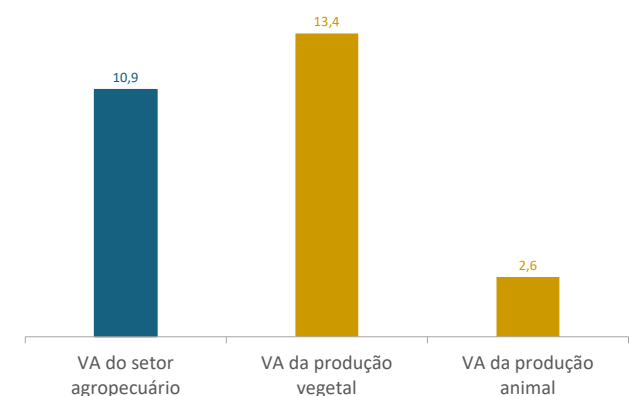


Fonte: IBGE; Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento da Dimac/Ipea.

Elaboração: Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento da Dimac/Ipea.

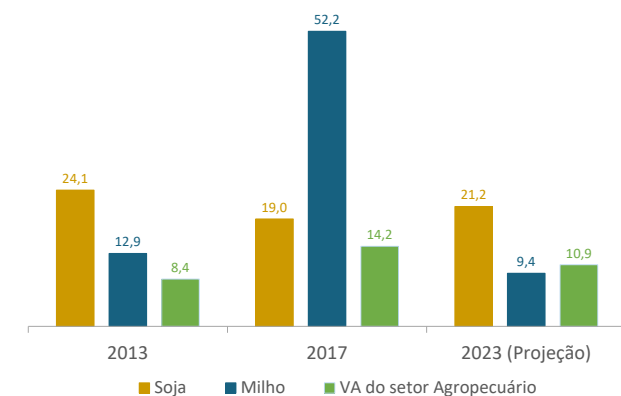
Para 2023, com base, principalmente, nas estimativas apresentadas pela publicação *Perspectivas para a Agropecuária – safra 2022-2023*, divulgada pela Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) no fim de agosto, nossa primeira previsão é de crescimento de 10,9%, com altas de 13,4% da produção vegetal e 2,6% da produção animal (gráfico 2). O crescimento expressivo é explicado principalmente pela perspectiva de taxas de crescimento elevadas para as duas culturas mais importantes da produção vegetal, soja e milho, que devem ter suas produções crescendo 21,2% e 9,4%, respectivamente. De fato, nos últimos anos em que houve taxas de crescimento na produção elevadas simultaneamente nessas duas culturas, o VA do setor agropecuário também apresentou crescimento elevado (gráfico 3). Levando em conta os anos em que isso ocorreu, o mais semelhante é 2013, quando soja e milho apresentaram aumentos de 24,1% e 12,9% em suas produções e o VA do setor agropecuário cresceu 8,4%. Contudo, a participação desses dois produtos no VA setor vem se ampliando, o que deve tornar as contribuições positivas das duas culturas maiores. Aliado a isso, a Conab também tem projeções positivas para a produção animal, com os segmentos de bovinos e suínos mantendo os resultados positivos esperados para 2022, crescendo 2,9% e 5,3%, respectivamente, em 2023. Apesar da perspectiva muito positiva, cabe salientar que as estimativas se dão com base em um cenário sem fortes choques climáticos adversos e com janelas de colheita e plantio adequadas. As primeiras projeções de modelos climatológicos americanos e europeus indicam um regime de chuvas próximo à normalidade, já que há uma probabilidade mais alta de o fenômeno La Niña ser brando na safra 2022-2023.

**GRÁFICO B4**  
**Previsão de variação do VA do setor agropecuário para 2023 por componente**  
 (Em %)



Fonte: IBGE; Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento da Dimac/Ipea.  
 Elaboração: Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO B5**  
**Taxas de crescimento em anos com produção elevada de soja e milho**  
 (Em %)



Fonte: IBGE; Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento da Dimac/Ipea.  
 Elaboração: Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Para mais detalhes sobre a previsão de crescimento do VA do setor agropecuário, ver a *Nota* nº 27 desta *Carta de Conjuntura*, disponível em: <<https://bit.ly/3SLINt5>>.

Elaboração: Pedro Mendes Garcia (assistente de pesquisa na Dimac/Ipea), José Ronaldo de Castro Souza Júnior (coordenador de crescimento e desenvolvimento econômico na Dimac/Ipea) e Fábio Servo (especialista em políticas públicas e gestão governamental na Dimac do Ipea).

Para chegar às previsões apresentadas para 2023, foi necessário definir cenários para as principais variáveis macroeconômicas de forma a prover maior consistência nas estimativas. Os modelos foram unânimes em apontar crescimento do PIB e níveis de inflação menores em 2023. Assumimos que o ciclo de aperto monetário atingiu seu pico em 13,75%, assim permanecendo até o segundo trimestre de 2023, quando um ciclo de redução de juros será iniciado, de forma que a taxa de juros fecha o ano em 11,00% (tabela 5). Esperamos também que os preços de *commodities* sejam mais estáveis no cenário base e apresentem redução por conta da desaceleração do crescimento mundial, e que a taxa de câmbio ficará estável entre o fim de 2022 e 2023, em R\$ 5,20. Consideramos um cenário de alta para política de juros norte-americana, com pico de 4,0% no fim deste ano, o que também explica a reversão no preço de *commodities*. No que se refere à política fiscal, este cenário pressupõe a manutenção de um arcabouço de regras fiscais compatível com o compromisso com a disciplina fiscal, mantendo sob controle o risco associado à evolução das contas públicas.

TABELA 5

**Cenários para juros e câmbio: final de ano**

(Em %)

	Observado		Previsto	
	2020	2021	2022	2023
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	2,00	9,25	13,75	11,00
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	5,20	5,58	5,20	5,20

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Previsão para horizontes maiores, como 2023, são condicionais aos cenários mencionados. As previsões para o setor agropecuário, por exemplo, são condicionais ao último cenário de previsão de produção dos principais produtos do setor. Eventos climáticos não esperados, por exemplo, podem reverter tal cenário de forma que a revisão contínua destes cenários se faz necessária. Do lado positivo, o fortalecimento da economia mundial ou até mesmo novas medidas macroeconômicas podem resultar em maior nível de crescimento. Como de hábito, faremos uma reavaliação destas hipóteses nas próximas edições da *Carta*.

**2.3 Inflação: projeções atualizadas<sup>15</sup>**

Ao contrário do que vem ocorrendo em grande parte dos países, no último trimestre, a inflação brasileira surpreendeu favoravelmente, beneficiada, sobretudo, pela melhora no comportamento dos preços administrados. No acumulado do ano, até agosto, a variação apontada pelo IPCA de 4,4%, reflete, em grande parte, a queda de 4,0% dos preços administrados, especialmente da energia elétrica (-20,5%) e da gasolina (-19,3%). Já em relação aos preços livres, os dados mostram que, embora já apresentem alguma desaceleração na margem, os alimentos no domicílio continuam a ser o principal fator de pressão sobre a inflação ao longo do ano. De janeiro a agosto, este grupo registra variação de 11,8%, repercutindo os expressivos aumentos dos leites e derivados (40,2%) e dos panificados (16,9%). Ainda que em menor intensidade, a alta de 7,3% dos bens industriais e de 5,8% dos serviços livres, no período, também contribuíram para impedir uma desaceleração ainda mais forte do IPCA.

Nota-se, no entanto, que, ao longo das últimas semanas, o cenário prospectivo para a inflação brasileira vem se tornando mais benigno. Por certo, além do recuo da taxa de inflação corrente, a sinalização de uma deflação ainda mais intensa dos preços administrados, aliada a uma melhora no desempenho dos bens industriais – be-

15. Esta subseção resume a análise disponível em: < <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2022/09/analise-e-projecoes-de-inflacao-6/>>.



neficiado por uma trajetória mais favorável das *commodities* no mercado internacional e pelo processo de normalização das cadeias produtivas – devem gerar uma alta mais moderada da inflação em 2022. Adicionalmente, o ciclo de elevação da taxa básica de juros – completando agora um ano e meio –, certamente contribuirá para este quadro de redução da inflação.

A partir deste contexto, as novas projeções do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea indicam variação menor do IPCA, em 2022, (5,7%), comparativamente à estimada na edição anterior da visão geral da *Carta de Conjuntura* (6,6%). No caso dos preços administrados, a projeção atual de deflação de 4,2%, em comparação à alta de 1,1% prevista anteriormente, reflete quedas mais acentuadas dos combustíveis, do gás e da energia. Em relação aos bens industriais, a expectativa de inflação recuou de 9,1% para 8,7%, beneficiada pela queda nos custos de produção. Todavia, as projeções de inflação para os alimentos no domicílio e para os serviços foram elevadas, avançando de 12,3% e 6,9% para 13,2% e 7,6%, respectivamente. Para os alimentos no domicílio, a aceleração prevista é decorrente dos expressivos reajustes dos leites e panificados, ocorridos em junho e julho, que não devem ser compensados, mesmo diante da previsão de queda nos próximos meses, conforme já verificado no IPCA-15 de setembro. Já para os serviços, o aumento da projeção é resultante de uma alta mais forte que a esperada, no trimestre anterior, além dos efeitos sobre a manutenção da demanda, decorrentes do forte crescimento da massa salarial.

No caso do INPC, a projeção do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea também foi revista para baixo, de modo que a taxa estimada recuou de 6,3% para 6,0%. Em relação aos preços administrados, os modelos mostram que a deflação projetada para o ano deve ser ainda mais intensa, passando de -0,9% para -3,9%. Ainda que em menor intensidade, a inflação esperada para os bens industriais também foi reduzida – alta de 8,3% ante taxa de 8,9% projetada anteriormente. Entretanto, há uma previsão maior para a inflação dos alimentos e dos serviços livres, cujas taxas de variação projetadas avançaram de 12,6% e 6,6% para 13,8% e 7,2%, respectivamente.

Para 2023, as projeções de inflação foram mantidas em 4,7%, tanto para o IPCA quanto para o INPC. De fato, mesmo diante de uma piora do cenário externo e do aumento do risco sobre a taxa de câmbio – advindos de um aperto monetário mais forte em diversos países –, a continuidade do processo de desaceleração das *commodities* no mercado internacional, aliado à normalização das cadeias produtivas, devem impedir pressões adicionais sobre os preços dos bens industriais. Adicionalmente, a projeção de uma safra recorde de grãos e a baixa probabilidade de eventos climáticos adversos sinalizam alta menos intensa dos alimentos em 2023.

TABELA 6  
**IPCA: projeção para 2022**  
 (Em % e p.p.)

	Projeção anterior			Projeção atual		
	Peso	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA 2022	Peso	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA 2022
Alimentos no domicílio	15,4	12,3%	1,9	16,0	13,2%	2,1
Bens Livres - exceto alimentos	23,2	9,1%	2,1	23,5	8,7%	2,0
Serviços - totais	34,2	6,9%	2,4	34,6	7,6%	2,6
Serviços - exceto educação	29,1	6,8%	2,0	29,7	7,6%	2,2
Educação	5,1	7,0%	0,4	5,0	7,4%	0,4
Monitorados	27,3	1,1%	0,3	25,9	-4,2%	-1,1
IPCA	100,0	6,6%		100,0	5,7%	

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 7  
**INPC: projeção para 2022**  
 (Em % e p.p.)

	Projeção anterior			Projeção atual		
	Peso	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o INPC 2022	Peso	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o INPC 2022
Alimentos no domicílio	18,4	12,6%	2,3	19,5	13,8%	2,7
Bens Livres - exceto alimentos	26,1	8,9%	2,3	26,7	8,3%	2,2
Serviços - totais	29,0	6,6%	1,9	28,5	7,2%	2,0
Serviços - exceto educação	25,4	6,6%	1,7	25,0	7,2%	1,8
Educação	3,6	6,7%	0,2	3,5	7,1%	0,2
Monitorados	26,5	-0,9%	-0,2	25,3	-3,9%	-1,0
INPC	100,0	6,3%		100,0	6,0%	

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):**

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Diretor)  
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Diretor Adjunto)

**Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:**

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Editor)  
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Editor)  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos (Editor)  
Fábio Servo  
José Ronaldo de Castro Souza Júnior  
Leonardo Mello de Carvalho  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa  
Sandro Sacchet de Carvalho

**Pesquisadores Visitantes:**

Ana Cecília Kreter  
Andreza Aparecida Palma  
Antônio Carlos Simões Florido  
Cristiano da Costa Silva  
Felipe Moraes Cornelio  
Paulo Mansur Levy  
Sidney Martins Caetano

**Equipe de Assistentes:**

Alexandre Magno de Almeida Leão  
Caio Rodrigues Gomes Leite  
Diego Ferreira  
Diego Rosalino Marques  
Felipe dos Santos Martins  
Izabel Nolau de Souza  
Marcelo Lima de Moraes  
Pedro Mendes Garcia  
Rafael Pastre  
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

**Design/Diagramação:**

Augusto Lopes dos Santos Borges  
Leonardo Simão Lago Alvite

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

---