

## Visão Geral da Conjuntura

### Sumário

O quadro mundial continua piorando, com inflação alta, juros em elevação e desaquecimento do nível de atividade. No Brasil, sob o impacto da política monetária apertada, o ritmo de expansão da atividade econômica em outubro e novembro dá sinais de arrefecimento na indústria e nos serviços. O mercado de trabalho, por sua vez, segue em trajetória positiva, marcado pela queda da taxa de desocupação e, mais recentemente, pela recuperação dos rendimentos; o crescimento da massa salarial real também corrobora o quadro positivo do mercado de trabalho. Quanto à inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), após encerrar o primeiro semestre do ano com taxa de variação acumulada em doze meses de 11,9%, veio se reduzindo continuamente, até 5,9% em novembro. No mercado de crédito, enquanto a inadimplência e o comprometimento de renda preocupam, o volume de concessões apresenta acomodação, após a elevação do início do ano. A taxa média de juros de operações de crédito é outro fator que limita o mercado de crédito, encontrando-se em sua máxima dos últimos anos, embora, no último trimestre, tenha havido desaceleração no seu crescimento. As contas do setor externo continuam apresentando comportamento positivo, apesar das incertezas e turbulências externas e internas. As contas públicas do governo central se encaminham para fechar 2022 com resultados muito positivos, relativamente a 2021. Para 2023, a discussão recente tem se concentrado nas mudanças a serem realizadas no orçamento federal e no arcabouço de regras fiscais, visando acomodar os aumentos de despesas desejados pelo governo eleito. No *front* subnacional, as finanças públicas estaduais mantiveram, em termos agregados, resultados primários positivos nos primeiros dez meses de 2022.

O resultado do produto interno bruto (PIB) do terceiro trimestre veio em linha com nossas projeções, com a taxa sobre o trimestre anterior (+0,4%) um pouco abaixo do previsto (+0,6%), assim como a variação sobre o mesmo trimestre de 2021 (dado observado de +3,6% e projeção de +3,8%). Em relação à nova previsão de crescimento para 2022, com base na análise de um conjunto amplo de variáveis, a Dimac/Ipea aumenta a previsão para o PIB, passando-a de 2,8% para 3,1%, o que embute ligeira queda de 0,2% do PIB no quarto trimestre de 2022, na comparação com ajuste sazonal. Nossa previsão para a expansão do PIB em 2023 foi revisada de 1,6% para 1,4% e continua acima das expectativas de mercado, que giram em torno de 0,7%. Tal divergência se explica fundamentalmente por nossa previsão mais alta de crescimento do setor agropecuário.

As projeções do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea para o IPCA e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em 2022 foram mantidas em 5,7% e 6,0%, respectivamente. Para 2023, a taxa prevista tanto para o IPCA quanto para o INPC é de 4,9%.

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

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

[marco.cavalcanti@ipea.gov.br](mailto:marco.cavalcanti@ipea.gov.br)

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

Diretor adjunto na Dimac/Ipea

[francisco.santos@ipea.gov.br](mailto:francisco.santos@ipea.gov.br)

**Estêvão Kopschitz X. Bastos**

Coordenador de acompanhamento e estudos da conjuntura na Dimac/Ipea

[estevao.bastos@ipea.gov.br](mailto:estevao.bastos@ipea.gov.br)

**Maria Andréia P. Lameiras**

Técnica de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea

[maria-andreia.lameira@ipea.gov.br](mailto:maria-andreia.lameira@ipea.gov.br)

**Leonardo Mello de Carvalho**

Coordenador de modelos e projeções econômicas na Dimac/Ipea

[leonardo.carvalho@ipea.gov.br](mailto:leonardo.carvalho@ipea.gov.br)

Divulgado em 16 de dezembro de 2022.

## 1 Conjuntura Econômica: análise do período recente

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

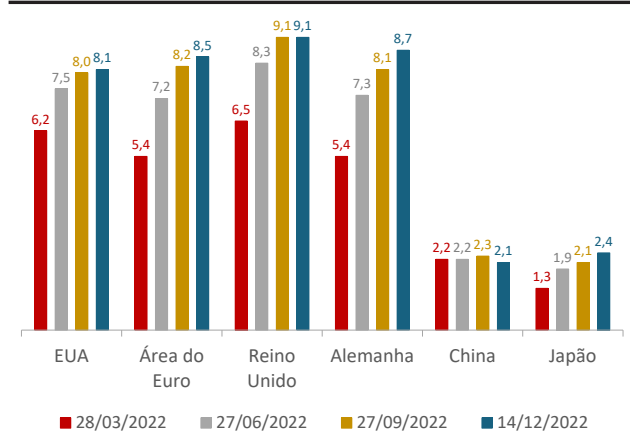
Na última *Visão Geral*, publicada em 30 de setembro deste ano,<sup>2</sup> apontávamos a piora do cenário mundial, com a inflação persistentemente elevada provocando o início de ciclos de apertos monetários, assim como a necessária reversão das políticas fiscais expansionistas diante do recuo da pandemia e da necessidade de combater a inflação. A guerra na Ucrânia se prolongava; na China, ocorriam interrupções de atividades em razão da covid-19; e o mercado imobiliário passava por crise. Em consequência desse quadro, as projeções de crescimento no mundo vinham se reduzido de forma substancial. Passados três meses, o quadro não é muito diferente e até se agravou. Todas as características listadas continuam na mesma magnitude ou acentuadas. Na China, o relaxamento da política de covid zero e medidas para recuperar o setor imobiliário têm levado a melhorar as expectativas para 2023, mas os dados de atividade de novembro, negativos, mostraram que esses efeitos ainda podem demorar – e os surtos de covid-19 têm suas consequências negativas sobre a economia independentemente das medidas de restrição de mobilidade impostas pelo governo.

Os gráficos 1 a 6 mostram como as expectativas para 2022 e 2023 evoluíram ao longo deste ano, para inflação, taxas básicas de juros e crescimento, tomando datas no fim de cada trimestre. Os gráficos 7 e 8 trazem uma medida da taxa de juros real esperada, deflacionando a taxa de juros básica esperada para o quarto trimestre pela inflação ao consumidor (anualizada) esperada também para o quarto trimestre (diferente da apresentada nos gráficos 1 e 2, que representam a expectativa para a inflação acumulada no ano). Assim, a piora nas expectativas de crescimento do PIB em 2023 (gráficos 5 e 6) é compatível com a elevação das taxas reais de juros esperadas, por sua vez provocada pelas crescentes taxas de inflação esperadas (gráfico 2), no intuito de ancorar as expectativas.

GRÁFICO 1

#### Inflação ao consumidor: projeção para 2022

(Em %)



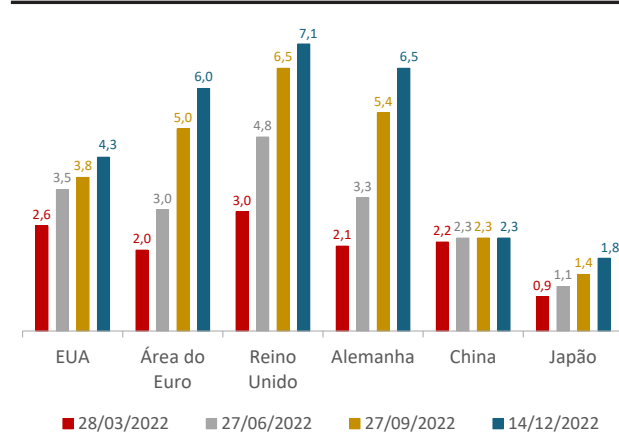
Fonte: Bloomberg (mediana).

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2

#### Inflação ao consumidor: projeção para 2023

(Em %)



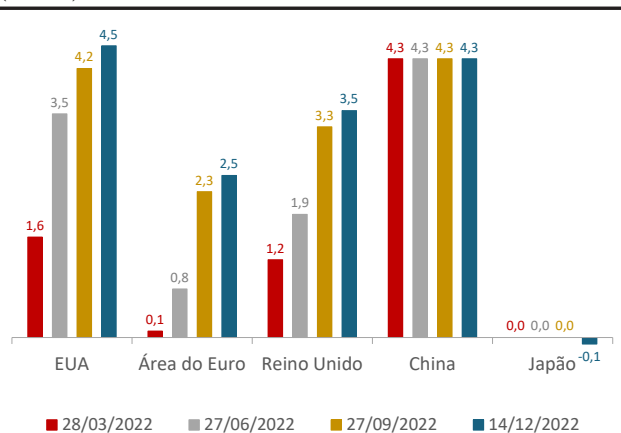
Fonte: Bloomberg (mediana).

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

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

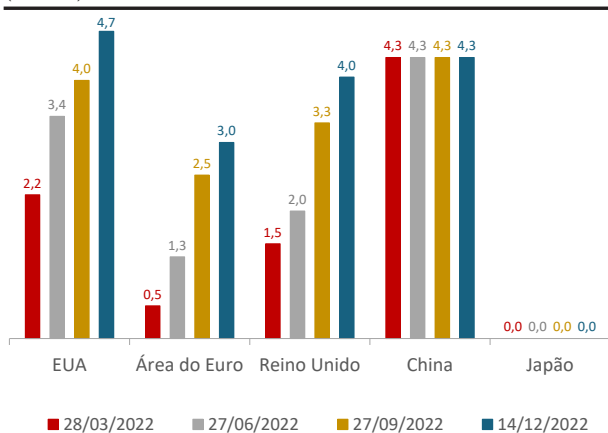
2. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2022/09/visao-geral-da-conjuntura-16/>>.

**GRÁFICO 3**  
Taxa de juros básica esperada para o fim de 2022  
(Em %)



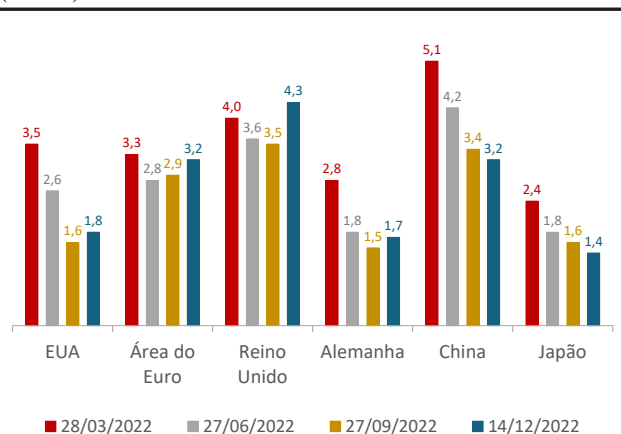
Fonte: Bloomberg (mediana).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 4**  
Taxa de juros básica esperada para o fim de 2023  
(Em %)



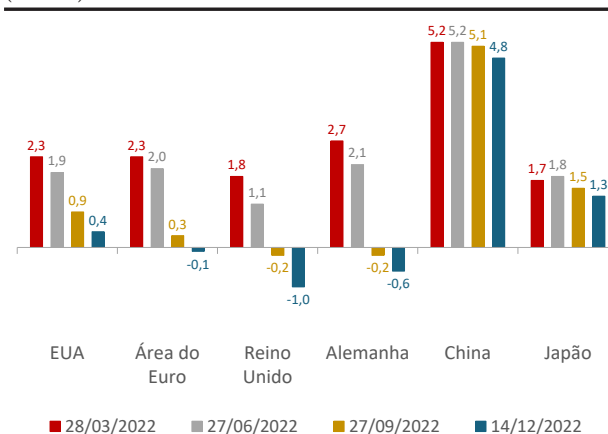
Fonte: Bloomberg (mediana).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 5**  
PIB: projeção de crescimento em 2022  
(Em %)



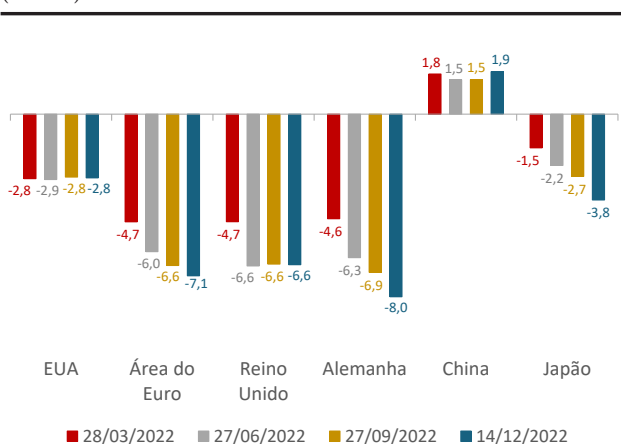
Fonte: Bloomberg (mediana).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 6**  
PIB: projeção de crescimento em 2023  
(Em %)



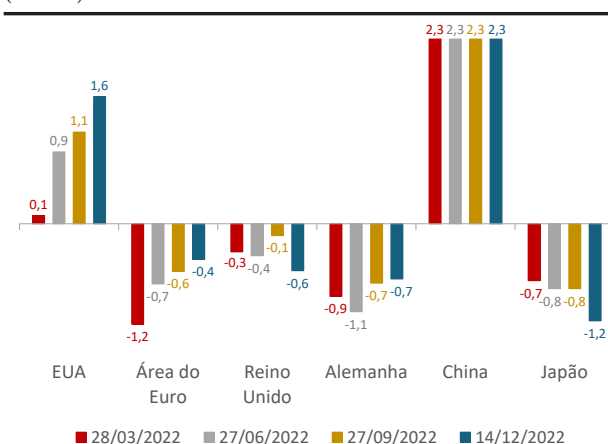
Fonte: Bloomberg (mediana).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 7**  
Taxa de juros básica real esperada para o fim de 2022  
(Em %)



Fonte: Bloomberg (mediana).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Taxa de juros básica esperada para o quarto trimestre deflacionada pela inflação ao consumidor (anualizada) esperada também para o quarto trimestre.

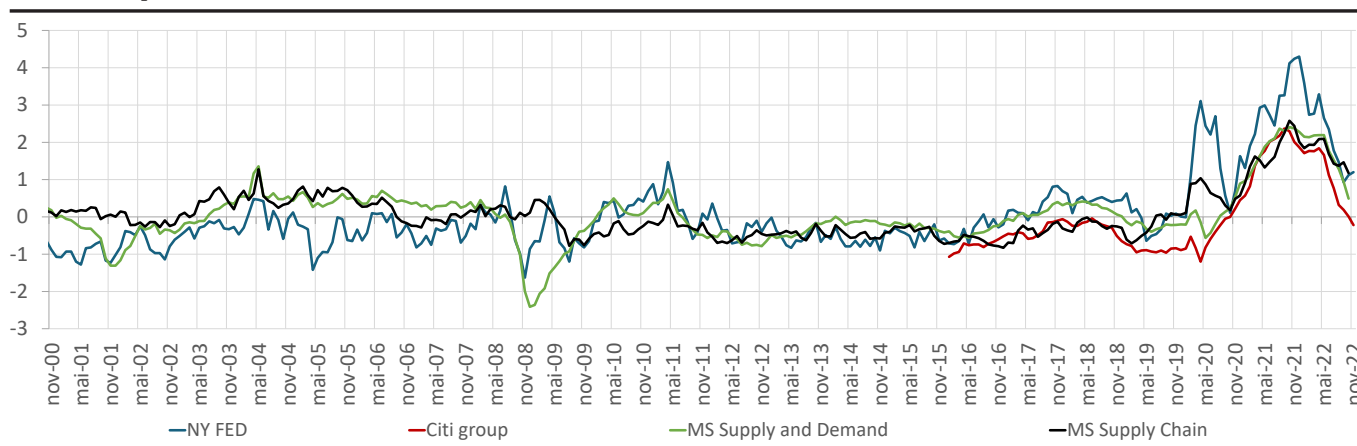
**GRÁFICO 8**  
Taxa de juros básica real esperada para o fim de 2023  
(Em %)



Fonte: Bloomberg (mediana).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Taxa de juros básica esperada para o quarto trimestre deflacionada pela inflação ao consumidor (anualizada) esperada também para o quarto trimestre.

Um problema importante trazido pela pandemia e pela guerra foi o observado nas cadeias produtivas. O gráfico 9 traz quatro índices que medem a pressão nas cadeias de suprimento globais, e todos mostram um processo de normalização. Os preços das *commodities* (gráfico 10) já caíram significativamente em relação aos picos de meados de 2021 e 2022, mas ainda estão altos em relação aos níveis pré-pandemia. A perspectiva é de queda até o fim do ano que vem, mas de maneira suave, permanecendo ainda em nível elevado. Um aspecto da economia mundial que chama a atenção é a resistência do mercado de trabalho, especialmente nos Estados Unidos, mas também na Europa, onde as taxas de desemprego ainda não dão sinais claros de elevação. O dólar perdeu cerca de 6% do seu valor diante das demais moedas em novembro e dezembro (até o dia 15), após um período de valorização que se iniciou em junho de 2021 (gráfico 11).

**GRÁFICO 9**  
**Índices globais de pressão na cadeia de suprimentos<sup>1</sup>**  
(Em desvios-padrão)

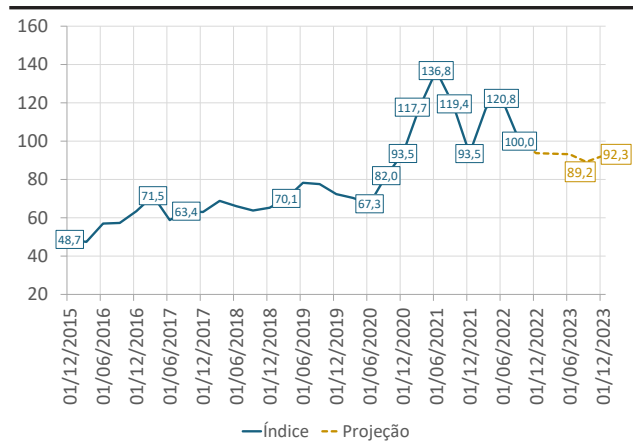


Fonte: Bloomberg.

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 PMI (Purchasing Manager's Index) e ISM (Institute of Supply Management) associados à cadeia de suprimentos, procurando isolar efeitos vindos do lado da oferta (metodologia disponível em: <<https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi/#/overview>>). O índice do Citi o modifica, procurando incorporar aspectos da demanda, pelo entendimento de que o deslocamento da demanda de serviços para bens foi um dos fatores que causaram dificuldades nas cadeias produtivas (mais detalhes disponíveis em: <<https://www.citivelocity.com/citigps/global-supply-chains-2-2/>>). Os índices do Morgan Stanley (MS) também são modificações do índice do NY Fed. Os índices são normalizados de tal forma que o zero indica que estão em seus valores médios, enquanto os valores positivos mostram quantos desvios-padrão cada índice está acima da sua média e os valores negativos, abaixo.

**GRÁFICO 10**  
**Índices de preços de commodities**  
(3º trim./2022 = 100)



Fonte: Bloomberg e MDIC.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Preços de minério de ferro, petróleo e soja ponderados pela participação na pauta de exportações brasileira.

**GRÁFICO 11**  
**Dollar index<sup>1</sup>**  
(1973 = 100)



Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

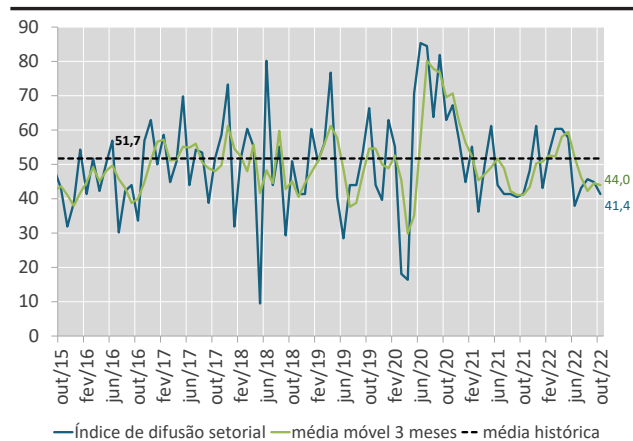
Nota: <sup>1</sup>O DXY, índice do dólar americano, indica o valor internacional geral do dólar, representando a média das taxas de câmbio entre o USD e as principais moedas mundiais, com as taxas fornecidas por cerca de quinhentos bancos.

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

O ritmo de expansão da atividade econômica nos dois primeiros meses do quarto trimestre começa a dar sinais de arrefecimento. Como já era esperado, os efeitos associados à implementação de uma política monetária contracionista tenderiam a reduzir a demanda, particularmente naqueles bens cuja aquisição é mais dependente de financiamento via crédito. Além disso, ao longo dos últimos meses, a situação financeira das famílias vem se deteriorando, resultado do aumento do comprometimento da renda com os serviços de dívidas passadas. Neste contexto, as decisões de consumo continuam mais direcionadas para os serviços, enquanto o setor de bens tem enfrentado condições um pouco mais adversas. A perda de fôlego da demanda interna também afeta o desempenho do setor industrial, que, após se recuperar dos gargalos de oferta impostos pela crise sanitária, se depara com um ritmo menos aquecido da economia. Corroborando este cenário, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) e o Monitor do PIB, da Fundação Getulio Vargas (FGV), indicadores que buscam retratar o nível geral da atividade econômica brasileira em base mensal, registraram desempenho modesto em outubro. Enquanto o IBC-Br permaneceu estagnado na margem pelo segundo mês consecutivo, o Monitor do PIB avançou 0,1% na mesma base de comparação; o IBC-Br registrou alta de 3,7% em relação a outubro do ano passado e o Monitor, 2,8%.

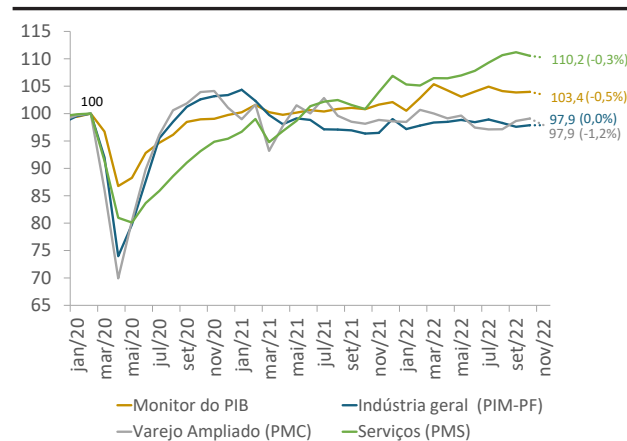
O desempenho da atividade em outubro foi caracterizado, uma vez mais, pelo nível de difusão abaixo de sua média histórica, situada em torno de 52%. Na comparação com setembro, já excluídos os efeitos sazonais, 41,4% dos segmentos registraram variação positiva, ante 44,8% no período anterior. Com base na análise menos volátil em médias móveis de três meses, o indicador de difusão atingiu 44% em outubro, resultado que representou uma queda de 15,5 pontos percentuais (p.p.) em relação ao pico recente verificado em maio (gráfico 12). Em relação aos resultados referentes a novembro, com base nas informações disponíveis até o momento, a Dimac/Ipea projeta continuidade na acomodação da atividade econômica (gráfico 13). A produção industrial, apesar do abrandamento das restrições de oferta, tem enfrentado um cenário mais adverso no tocante à demanda interna. Estimamos crescimento nulo entre novembro e outubro, na série sem efeitos sazonais. O setor de serviços, por sua vez, deve sofrer novo recuo na margem (-0,3%), embora ainda siga estimulado por alguma demanda reprimida e pela melhora ocorrida até o momento no mercado de trabalho. Já para o setor de comércio, estamos prevendo desempenho fraco para as vendas no conceito ampliado e no restrito, com quedas de 1,2% e 1% na margem, respectivamente. Neste contexto, esperamos redução do Monitor do PIB na comparação dessazonalizada em novembro, com queda de 0,5%, reduzindo o *carry-over* para o quarto trimestre.

**GRÁFICO 12**  
Atividade econômica: evolução do indicador de difusão setorial (out./2015-out./2022)  
(Em %)



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

**GRÁFICO 13**  
Indicadores mensais da atividade econômica e estimativas para novembro de 2022 – índice com ajuste sazonal (Fev./2020 = 100)



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

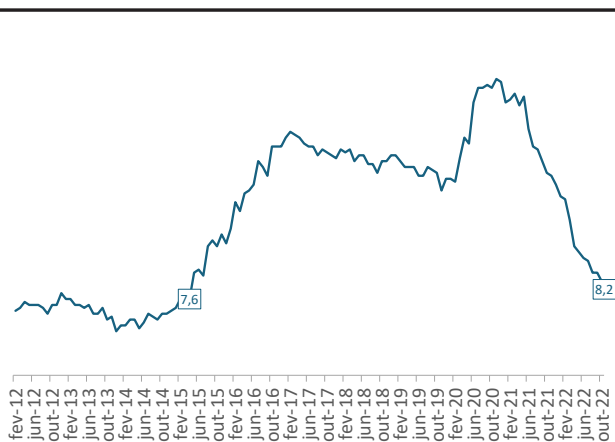
### 1.3 Mercado de trabalho

O mercado de trabalho brasileiro segue em trajetória positiva, marcado pela queda da desocupação e, mais recentemente, pela recuperação dos rendimentos. Segundo os dados mensais produzidos pelo Ipea,<sup>3</sup> com base nas séries de trimestres móveis da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), em outubro de 2022, a taxa de desocupação dessazonalizada ficou em 8,2%, alcançando o menor patamar desde abril de 2015 (gráfico 14). Nota-se, entretanto, que, ao contrário do verificado ao longo de grande parte do processo de retomada do mercado de trabalho, iniciado em meados de 2021, a queda da desocupação nos últimos meses não foi proporcionada pela expansão da ocupação, mas sim por uma retração da força de trabalho. De fato, mesmo diante do aumento de 5,4% da população ocupada, em outubro de 2022, na comparação com o mesmo período de 2021, na margem, este contingente de trabalhadores vem perdendo dinamismo. Após atingir o maior patamar da série em junho de 2022 (100,5 milhões), o total de ocupados dessazonalizado recuou levemente nos últimos meses, de modo que, em outubro, esta soma era de 98,7 milhões, o que representa uma queda de 1,8%.

Em contrapartida, a força de trabalho vem apresentando trajetória ainda mais amena que a ocupação, proporcionando, por conseguinte, a redução da taxa de desemprego. Se, por um lado, os dados, em outubro de 2022, mostram alta de 1,4% na força de trabalho na comparação interanual, por outro, observa-se que a série dessazonalizada indica que este montante recuou 2,5% de junho a outubro, passando de 110,5 milhões para 107,7.

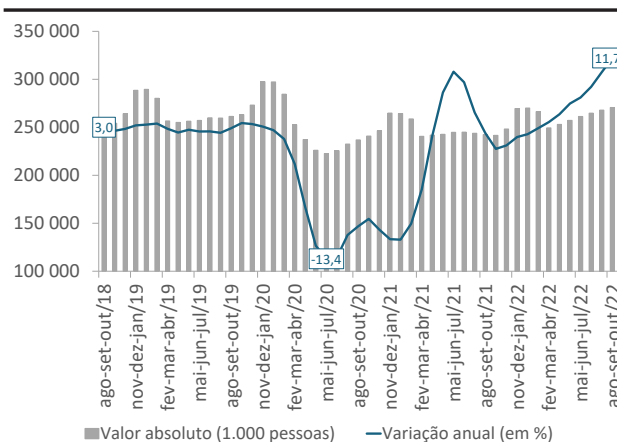
Assim como vem ocorrendo com a queda do desemprego, o forte crescimento da massa salarial real também corrobora esse ambiente de maior dinamismo do mercado de trabalho (gráfico 15). No trimestre móvel encerrado em outubro, a massa salarial real efetiva avançou 11,7%, na comparação interanual, beneficiada tanto por uma expansão da ocupação quanto pela recuperação dos rendimentos reais.

**GRÁFICO 14**  
PNAD Contínua: taxa de desocupação dessazonalizada (Em %)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE e Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) do Ipea.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 15**  
Massa salarial efetiva real – Valor absoluto e variação interanual



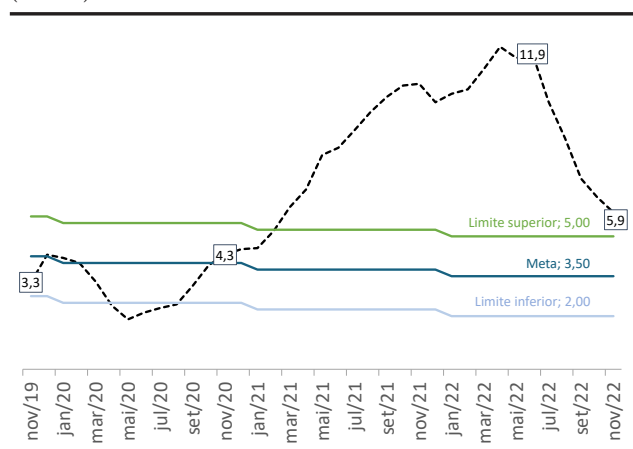
Fonte: IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3. As séries mensalizadas foram obtidas a partir da metodologia desenvolvida por Marcos Hecksher, disponível em: <<https://bit.ly/3VOuWnv>>.

## 1.4 Inflação

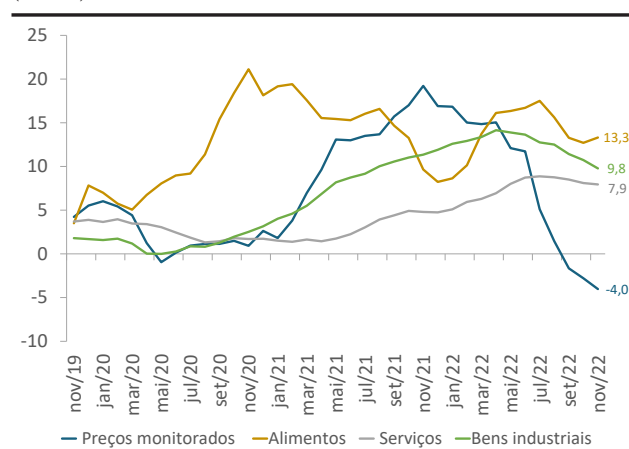
Após encerrar o primeiro semestre do ano com taxa de variação acumulada em doze meses de 11,9%, a inflação brasileira, medida pelo IPCA, veio se reduzindo continuamente, de modo que, em novembro, a alta apurada já era de 5,9% (gráfico 16). A abertura da inflação por segmentos mostra que, nos últimos meses, os preços administrados se constituíram no maior ponto de decompressão inflacionária (gráfico 17). Em novembro, no acumulado em doze meses, este conjunto de preços apresenta deflação de 4,0%, repercutindo não só a desoneração dos combustíveis e da energia, mas também a queda das cotações internacionais das *commodities* energéticas.

GRÁFICO 16  
**IPCA: variação acumulada em doze meses**  
 (Em %)



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

GRÁFICO 17  
**IPCA por categorias: taxa de variação acumulada em doze meses**  
 (Em %)



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

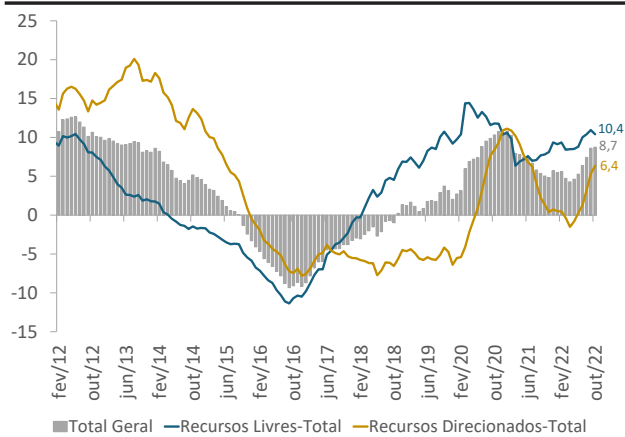
No caso dos bens industriais, além da desaceleração dos preços das *commodities* metálicas no mercado internacional, a apreciação cambial de 5,1% em 2022 e a normalização das cadeias produtivas de insumos fizeram com que, de janeiro a novembro de 2022, a alta dos bens industriais acumulada em doze meses recuasse de 12,6% para 9,8%. Em relação aos alimentos no domicílio, nota-se que, mesmo diante de um cenário mais benevolente para as *commodities* agrícolas, a forte alta dos leites e derivados, dos panificados e dos produtos *in natura* explica grande parte desta alta dos preços dos alimentos em 2022, cuja variação acumulada em doze meses chegou a 13,3%, em novembro. Por fim, os dados mostram que, embora a trajetória de alta da inflação dos serviços livres tenha se iniciado no primeiro trimestre de 2021, este movimento vem se intensificando ao longo deste ano, de modo que, no acumulado em doze meses, a taxa de variação desses preços avançou de 5,1%, em janeiro, para 7,9%, em novembro.

## 1.5 Crédito e juros

O saldo total de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN), medido em relação ao PIB, foi de 54,9% na leitura de outubro de 2022. Os gráficos 18 e 19 mostram que o crescimento do saldo real foi liderado pelo segmento de PF e pela categoria recursos livres. Ao longo de 2022, houve recuperação contínua da categoria recursos direcionados, que foi impulsionada no último trimestre pelo retorno do agora permanente Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe).<sup>4</sup> Apesar da desaceleração na margem, o crescimento do segmento de pessoa jurídica (PJ) apresentou taxas de crescimento positivas no segundo semestre de 2022.

4. Criado em maio de 2020 para socorrer os pequenos negócios durante a pandemia.

**GRÁFICO 18**  
**Variação real em doze meses do saldo da carteira de crédito, deflacionada pelo IPCA – recursos livres e direcionados**  
 (Em %)

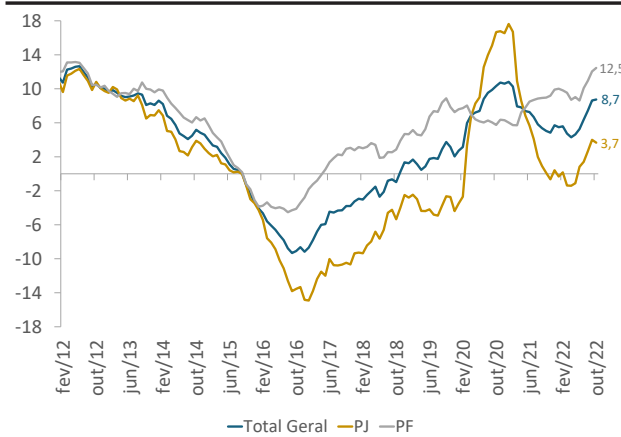


Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Ao analisarmos o movimento recente das concessões reais dessazonalizadas, o gráfico 20 mostra que, eliminando o ruído mensal, por meio da média móvel de três meses, o movimento recente das concessões é de acomodação nos últimos meses, após salto no início de 2022. A retomada do Pronampe é responsável pela recuperação do segmento de PJ, enquanto as concessões para PF exibem maior volatilidade, de forma que as modalidades que merecem destaque variam bastante no período do gráfico. Numa perspectiva de curto prazo, a comparação entre a média das concessões do período de agosto a outubro e a média entre maio e julho de 2022 mostra crescimento tanto em PF (3,3%) quanto em PJ (2,5%). Entre os recursos livres para PJ, se destaca o crescimento de 22,3% no uso de cartão de crédito rotativo, modalidade com taxas de juros mais altas. As concessões para capital de giro apresentaram crescimento de 1,5%, mas chamam a atenção o crescimento de 22,3% do crédito para capital de giro até 365 dias e a redução nas categorias de maior prazo. Entre os recursos direcionados para PJ, o destaque é a expansão de 76,8% de outros créditos direcionados (leia-se Pronampe). O crédito rural aparece como grande destaque entre os recursos direcionados para PF, com crescimento de 24,2%; entre os recursos livres para PF, o crédito pessoal cresceu 7,7%, principalmente em função da expansão do crédito consignado, mais barato e de maior prazo, que teve crescimento nas concessões maior que o cheque especial e o crédito não consignado.

Nossa avaliação é que o crescimento das concessões continua limitado pela permanência, por exemplo, do comprometimento de renda em patamares altos (gráfico 21). Analisando a série histórica, o comprometimento girou ao redor da faixa de 22% a 24% desde 2010 até 2020. Após a retração do comprometimento no início da pandemia, este indicador apresenta tendência consistente de aumento até atingir o pico atual de 28,7%. Da

**GRÁFICO 19**  
**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 20**  
**Concessões diárias para pessoa física e jurídica, com ajuste sazonal, deflacionadas – média móvel de três meses**  
 (Em R\$ milhões de out./2022)

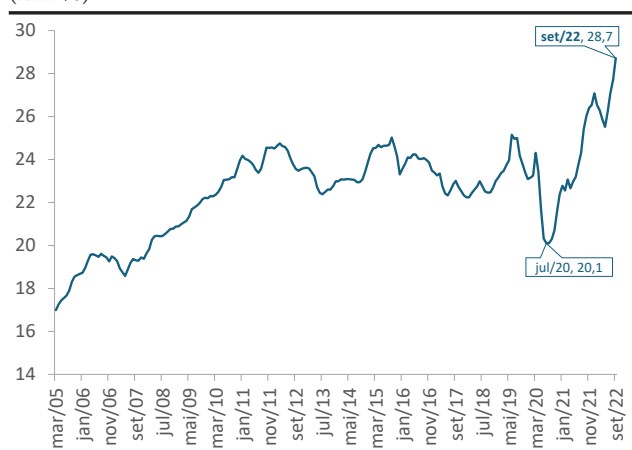


Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



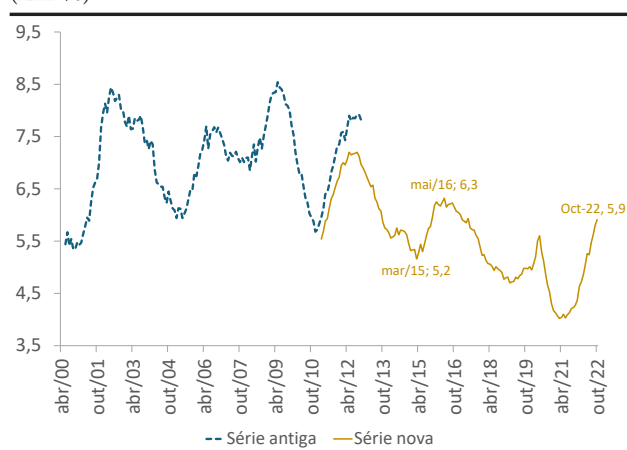
mesma forma, a inadimplência de recursos livres permanece em trajetória de alta, e o valor de 5,9% se aproxima cada vez mais do pico de inadimplência do período anterior à pandemia (gráfico 22).

**GRÁFICO 21**  
**Comprometimento da renda familiar com o serviço da dívida dessazonalizado**  
 (Em %)



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

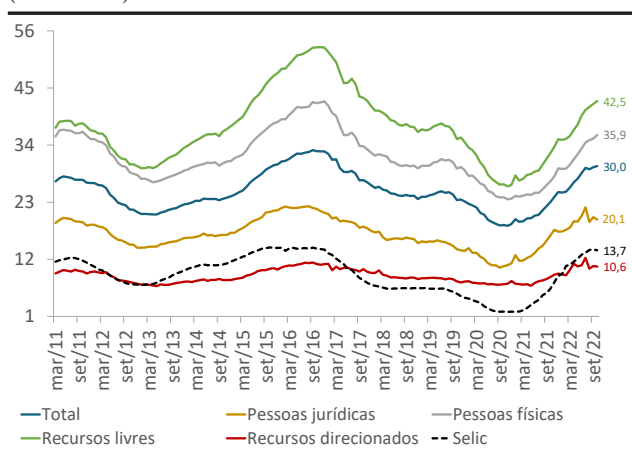
**GRÁFICO 22**  
**Inadimplência da carteira de crédito com recursos livres de pessoa física**  
 (Em %)



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

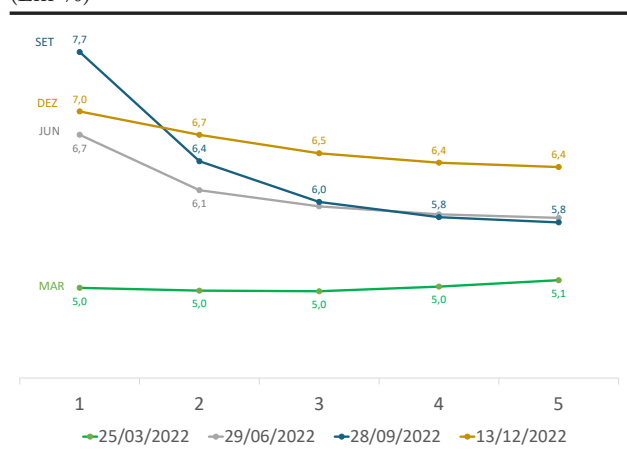
A taxa média de operações de crédito é outro fator que limita o mercado de crédito. No último trimestre, percebemos desaceleração no crescimento das taxas de juros, que se encontram em suas máximas dos últimos anos, com exceção das taxas para o segmento de PJ, que apresentaram oscilação negativa no trimestre. Assim como a inadimplência, as taxas médias são mais altas que as vigentes no período imediatamente anterior à pandemia, ainda que estejam longe do pico mais recente em 2016 (gráfico 23). O gráfico 24 mostra a estrutura a termo de juros reais no mercado de títulos públicos. A curva se elevou ao longo do ano.

**GRÁFICO 23**  
**Taxas médias de juros das operações de crédito dessazonalizadas e Selic**  
 (Em % a.a.)



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

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



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

## 1.6 Setor externo<sup>5</sup>

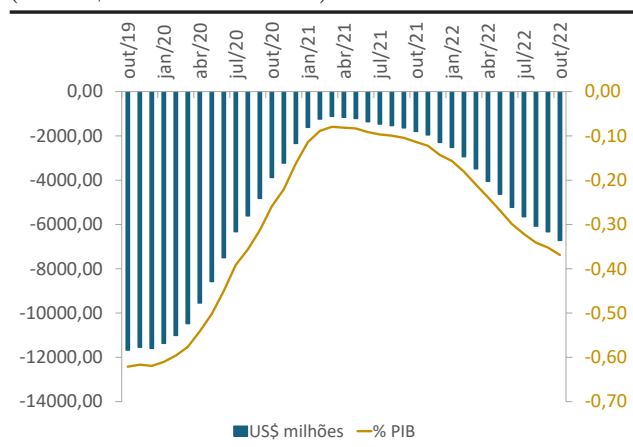
O setor externo continua apresentando comportamento positivo, apesar das incertezas e turbulências externas e internas. O saldo comercial em novembro de 2022 foi de US\$ 6,7 bilhões, de acordo com dados da Secretaria de Comércio Exterior (Secex). O valor das exportações alcançou US\$ 28,2 bilhões, enquanto as importações totalizaram US\$ 21,5 bilhões. Apesar do recuo recente nos preços das *commodities* e do crescimento mais robusto das importações, o saldo permanece positivo.

Em relação ao balanço de pagamentos, é importante notar que houve a revisão ordinária e extraordinária das **séries** históricas,<sup>6</sup> incluindo alteração metodológica para os dados de transportes. Isso levou a uma diferença negativa de US\$ 12 bilhões nessa conta, considerando os dados acumulados em doze meses, encerrados em setembro de 2022. O déficit em transações correntes também teve alteração, aumentando em US\$ 15,5 bilhões para o acumulado em doze meses. Já a conta financeira teve seu déficit aumentado em US\$ 13 bilhões, também no acumulado em doze meses. A principal alteração aconteceu na rubrica outros investimentos – ativos, que diminuiu em US\$ 12,4 bilhões. Apesar das alterações significativas em termos absolutos, em geral, a dinâmica das séries históricas se manteve.

Em relação às transações correntes, a trajetória de redução do déficit, 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.

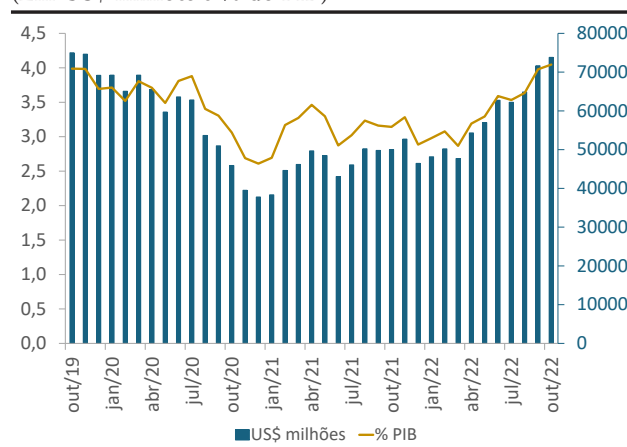
Quanto à conta capital e financeira, observou-se trajetória de acentuada recuperação. O gráfico 26 mostra a evolução e a retomada recente do investimento direto no país (IDP) para os dados acumulados em doze meses. O IDP, que é composto por participação no capital e operações intercompanhia, apresentou saldo positivo de US\$ 5,5 bilhões em outubro de 2022, representando crescimento expressivo em relação ao saldo de US\$ 3,4 bilhões no mesmo período do ano anterior. Em outubro de 2019, o saldo foi de US\$ 8,2 bilhões. No acumulado em doze meses, atingiu US\$ 73,8 bilhões (4,1% do PIB) – ante US\$ 50 bilhões (3,1% 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.

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

6. Detalhes podem ser consultados em: <[https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist\\_estatisticassetorexterno/202211\\_Texto\\_de\\_estatisticas\\_do\\_setor\\_externo.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist_estatisticassetorexterno/202211_Texto_de_estatisticas_do_setor_externo.pdf)>.

Em relação à taxa de câmbio, a sua dinâmica permanece bastante volátil em função da elevada incerteza externa e interna. Durante os primeiros meses de 2022, mesmo com o conflito entre Rússia e Ucrânia, houve um movimento de apreciação da taxa nominal de câmbio, revertido a partir de final de abril, como mostra a tabela 1. Com as incertezas em relação à política econômica no período pós-eleitoral, houve alguma turbulência e a moeda chegou ao valor de R\$ 5,46/US\$ em 17 de novembro de 2022 (Sisbacen PTAX800). Já nos primeiros dias de dezembro, a moeda ficou acima de R\$ 5,20/US\$.

TABELA 1

**Varição mensal: taxa de câmbio R\$/US\$**

(Em %)

| Ano  | Jan   | Fev   | Mar   | Abr   | Mai   | Jun   | Jul   | Ago   | Set   | Out   | Nov  | Dez   |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 2018 | -2,47 | 0,96  | 1,16  | 3,91  | 6,71  | 3,77  | 1,47  | 2,64  | 4,75  | -8,7  | 0,75 | 2,6   |
| 2019 | -3,69 | -0,48 | 3,3   | 1,29  | 2,7   | -3,57 | -2,06 | 6,37  | 2,52  | -0,84 | 1,67 | -1,1  |
| 2020 | 0,97  | 4,62  | 12,51 | 9,04  | 5,97  | -7,92 | 1,61  | 3,43  | -1,13 | 4,19  | -3,7 | -5,02 |
| 2021 | 4,09  | 1,13  | 4,24  | -1,49 | -4,87 | -4,9  | 2,48  | 1,84  | 0,53  | 4,93  | 0,31 | 1,7   |
| 2022 | -2,08 | -6,1  | -4,39 | -4,19 | 4,14  | 1,9   | 6,32  | -4,25 | 1,89  | 0,25  | 0,46 |       |

Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: taxa de câmbio média do mês.

A tabela 2 apresenta a variação percentual da taxa de câmbio (moeda local/US\$) para o Brasil e os principais países emergentes, considerando dois períodos em relação ao atual (8/12/2022): mês anterior e mesmo período do ano anterior. Na comparação com o mês anterior, o Brasil está entre os três países com moedas que mais se desvalorizam. Já na comparação com o mesmo período do ano anterior, o real está entre as quatro moedas que mais se valorizaram.

TABELA 2

**Brasil e principais emergentes: variação da taxa de câmbio em relação a 8/12/2022**

(Em %)

| País/Período   | 08/11/2022 | 08/12/2021 |
|----------------|------------|------------|
| África do Sul  | -3,1       | 9,2        |
| Arábia Saudita | 0,0        | 0,2        |
| Bangladesh     | 2,2        | 20,6       |
| Brasil         | 1,3        | -5,7       |
| Chile          | -4,3       | 3,1        |
| China          | -3,6       | 9,8        |
| Colômbia       | -2,5       | 23,6       |
| Filipinas      | -4,8       | 10,1       |
| Índia          | 0,6        | 9,2        |
| Indonésia      | -0,5       | 8,8        |
| Malásia        | -7,1       | 4,2        |
| México         | 0,5        | -6,2       |
| Peru           | -2,3       | -6,3       |
| Polônia        | 4,9        | -8,3       |
| Romenia        | -4,2       | 6,8        |
| Rússia         | 0,0        | 61,3       |
| Tailândia      | -6,6       | 4,0        |
| Turquia        | 0,6        | 36,3       |

Fonte: Bloomberg; BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As expectativas do relatório *Focus* apontam para um câmbio de R\$ 5,25/US\$ em dezembro de 2022 e ao fim de 2023, previsão mais otimista que a 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) e mais pessimista que a do relatório do mês anterior (em 11 de novembro de 2022, a expectativa era de R\$ 5,20/US\$ para a taxa de câmbio ao final de 2022 e 2023). Considerando R\$ 5,25/US\$ no fim deste ano e corrigindo pelas taxas de inflação esperadas para Brasil e Estados Unidos em 2023, a taxa de câmbio chegaria a aproximadamente R\$ 5,30/US\$ no fim do ano que vem. Persistem vários elementos de incerteza em razão do 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 a própria política econômica a ser implementada pelo novo governo brasileiro. Como pontos positivos para a dinâmica da taxa de câmbio, há que se destacar os fluxos cambial (houve entrada líquida de US\$ 22,4 bilhões no acumulado do ano até dezembro,<sup>7</sup> de acordo com dados do BCB) e comercial positivos durante 2022.

### 1.7 Finanças públicas<sup>8</sup>

As contas públicas do governo central se encaminham para fechar 2022 com resultados muito positivos, relativamente a 2021. De acordo com dados da execução orçamentária registrada no Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi) do governo federal, obtidos por meio do Tesouro Gerencial, e divulgados recentemente nesta *Carta* (< [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2022/12/221212\\_Nota23\\_Resultado\\_primario.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2022/12/221212_Nota23_Resultado_primario.pdf)>), o superávit primário do governo central está em R\$ 53,3 bilhões no acumulado do ano até novembro, contra um déficit de R\$ 54,5 bilhões em igual período de 2021 (ambos a preços constantes de novembro). No acumulado em doze meses até novembro, a diferença em relação ao ano anterior é ainda mais significativa: superávit de R\$ 67,9 bilhões em 2022, contra déficit de R\$ 105,5 bilhões. Conforme mostra a tabela 3, o aumento do superávit no período decorreu de uma combinação de expansão real robusta da receita total (crescimento de 11,2% no acumulado de 2022, relativamente ao mesmo período de 2021, e de 11,9% no acumulado dos últimos doze meses) e de relativa contenção da despesa total (aumentos de 2,5% e 0,2% nas mesmas bases de comparação).

TABELA 3  
Governo central – resultado primário a preços constantes

| Período   | Mensal<br>(preços constantes, R\$ milhões de nov./2022) |                | Taxa de variação (%) | Janeiro-novembro<br>(preços constantes, R\$ milhões de nov./2022) |                  | Taxa de variação (%) | Acumulado em doze meses<br>(preços constantes, R\$ milhões de nov./2022) |                  | Taxa de variação (%) |
|---|---|----------------|----------------------|---|------------------|----------------------|--|------------------|----------------------|
|   | nov./2021   | nov./2022      |                      | 2021  | 2022             |                      | Até nov./2021  | Até nov./2022    |                      |
| <b>1-Receita Total</b>  | <b>177.729</b>  | <b>169.352</b> | <b>-4,7</b>          | <b>1.908.544</b>  | <b>2.122.541</b> | <b>11,2</b>          | <b>2.095.440</b>   | <b>2.344.958</b> | <b>11,9</b>          |
| 1.1 - Receita Administrada pela RFB                                   | 107.249   | 108.766        | 1,4                  | 1.199.402   | 1.287.557        | 7,3                  | 1.303.303  | 1.408.360        | 8,1                  |
| 1.2 - Incentivos Fiscais  | -   | -              | -                    | -96   | -53              | -45,0                | -96  | -131             | 36,8                 |
| 1.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS                                 | 42.320  | 42.562         | 0,6                  | 441.776   | 471.771          | 6,8                  | 507.770  | 538.614          | 6,1                  |
| 1.4 - Receitas Não Administradas pela RFB                             | 28.160  | 18.024         | -36,0                | 267.462   | 363.266          | 35,8                 | 284.463  | 398.116          | 40,0                 |
| <b>2. Transf. Por Repartição de Receita</b>                           | <b>38.846</b>   | <b>42.633</b>  | <b>9,7</b>           | <b>349.691</b>  | <b>416.200</b>   | <b>19,0</b>          | <b>384.206</b>   | <b>456.383</b>   | <b>18,8</b>          |
| <b>3. Receita Líquida (1-2)</b>                                       | <b>138.883</b>  | <b>126.720</b> | <b>-8,8</b>          | <b>1.558.853</b>  | <b>1.706.341</b> | <b>9,5</b>           | <b>1.711.234</b>   | <b>1.888.575</b> | <b>10,4</b>          |
| <b>4. Despesa Total</b>   | <b>134.448</b>  | <b>140.488</b> | <b>4,5</b>           | <b>1.613.311</b>  | <b>1.653.004</b> | <b>2,5</b>           | <b>1.816.758</b>   | <b>1.820.699</b> | <b>0,2</b>           |
| 4.1 Benefícios Previdenciários  | 57.091  | 61.654         | 8,0                  | 725.915   | 742.006          | 2,2                  | 786.604  | 800.408          | 1,8                  |
| 4.2 Pessoal e Encargos Sociais  | 30.686  | 29.408         | -4,2                 | 326.294   | 304.797          | -6,6                 | 366.448  | 341.859          | -6,7                 |
| 4.3 Outras Despesas Obrigatórias                                      | 18.826  | 23.298         | 23,8                 | 315.721   | 275.061          | -12,9                | 376.366  | 297.767          | -20,9                |
| 4.4 Despesas do Poder Executivo Sujeitas à Programação Financeira     | 27.845  | 26.129         | -6,2                 | 245.381   | 331.140          | 34,9                 | 287.339  | 380.666          | 32,5                 |
| <b>5. Resultado Primário Governo Central - Acima da linha (3 - 4)</b> | <b>4.435</b>  | <b>-13.768</b> | <b>-410,4</b>        | <b>-54.458</b>  | <b>53.337</b>    | <b>-197,9</b>        | <b>-105.524</b>  | <b>67.876</b>    | <b>-164,3</b>        |

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Siafi.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

7. Último dado disponível em 2 de dezembro de 2022.

8. Esta subseção contou com a colaboração de Monica Mora, Técnica de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea; 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.

Cabe notar que o crescimento da receita ao longo de 2022 foi fortemente impactado pela expansão das receitas não administradas pela Receita Federal do Brasil (RFB), com aumentos reais de 35,8% no acumulado do ano, relativamente a 2021, e de 40% no acumulado em doze meses. A receita administrada pela RFB, porém, também cresceu de forma significativa – 7,3% e 8,1% nas mesmas bases de comparação –, com destaque para o Imposto de Renda (18,6% e 19,1%) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (29,3% e 28,7%). Ainda assim, a forte redução da receita não administrada em novembro de 2022, em relação ao mesmo mês de 2021 (36%), contribuiu para uma queda da receita total da ordem de 4,7% nessa base de comparação.<sup>9</sup>

Do lado da despesa, o crescimento modesto observado em 2022, em termos reais, deveu-se à relativa contenção dos gastos nominais em um contexto de inflação relativamente elevada. Assim, os gastos com benefícios previdenciários registraram aumentos reais de apenas 2,2% e 1,8% nos acumulados do ano e em doze meses, ao passo que outras despesas registraram significativas quedas reais, com destaque para os gastos com pessoal e encargos sociais (-6,6% e -6,7%) e com outras despesas obrigatórias (-12,9% e -20,9%). Em novembro, observaram-se aumentos de alguns itens de despesa em relação ao mesmo mês de 2021, levando a despesa total a registrar crescimento de 4,5% nessa base de comparação.

Ainda que os movimentos de arrefecimento do crescimento da receita e de aumento da despesa persistam em dezembro, a expectativa para 2022 continua sendo de obtenção do primeiro resultado primário positivo para o governo central desde 2013. De acordo com o relatório de avaliação de receitas e despesas primárias da União do quinto bimestre, divulgado no último dia 22 de novembro, o resultado primário da União deve registrar superávit de R\$ 23,4 bilhões em 2022. A nova estimativa representa melhora de R\$ 9,8 bilhões em relação à avaliação do quarto bimestre e de cerca de R\$ 100 bilhões em comparação com a Lei Orçamentária Anual (LOA) 2022 (tabela 4).

TABELA 4  
Evolução das receitas e despesas primárias previstas para o ano de 2022

| Itens   | A preços correntes |                    |                             |   |  |   |   |   |                                |  |
|---|--------------------|--------------------|-----------------------------|---|--|---|---|---|--------------------------------|--|
|   | PLOA 2022          | Autografo LOA 2022 | LOA 2022 com Decreto 10.961 | Avaliação de receitas e despesas primárias do primeiro bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do segundo bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do terceiro bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do quarto bimestre | Avaliação de receitas e despesas primárias do quinto bimestre | Observado no ano até out./2022 | Taxa de variação em relação ao mesmo período do ano anterior |
| <b>1. Receita total</b>   | 1.958.764          | 2.030.520          | 2.030.520                   | 2.118.013   | 2.167.129  | 2.226.143   | 2.308.240   | 2.319.172   | 1.927.382                      | 24,1   |
| Receitas com impostos e contribuições, líquidas de incentivos fiscais | 1.727.993          | 1.788.255          | 1.788.255                   | 1.813.009   | 1.863.664  | 1.879.276   | 1.931.289   | 1.932.007   | 1.585.876                      | 18,5   |
| Arrecadação do RGPS   | 483.023            | 499.353            | 499.353                     | 527.286   | 531.456  | 536.718   | 537.566   | 541.892   | 423.759                        | 18,1   |
| Receitas não administradas  | 230.773            | 242.268            | 242.268                     | 305.120   | 303.528  | 346.867   | 377.106   | 387.165   | 341.559                        | 58,8   |
| Concessões  | 5.137              | 5.137              | 5.137                       | 16.344  | 17.784   | 44.659  | 45.218  | 45.610  | 42.877                         | 543,0  |
| Dividendos  | 26.285             | 26.285             | 26.285                      | 39.226  | 35.983   | 56.816  | 80.460  | 86.726  | 79.125                         | 263,0  |
| Exploração de recursos naturais                                       | 85.210             | 95.870             | 95.870                      | 134.509   | 129.023  | 127.433   | 129.750   | 133.215   | 120.051                        | 44,4   |
| <b>2. Transferências legais e constitucionais</b>                     | 361.817            | 386.401            | 386.401                     | 431.927   | 444.711  | 451.770   | 464.019   | 463.748   | 368.625                        | 32,3   |
| <b>3. Receita líquida</b>   | 1.596.948          | 1.644.119          | 1.644.119                   | 1.686.086   | 1.722.418  | 1.774.372   | 1.844.320   | 1.855.424   | 1.558.758                      | 22,3   |
| <b>4. Despesa total</b>   | 1.646.502          | 1.723.470          | 1.720.286                   | 1.752.991   | 1.787.908  | 1.833.726   | 1.830.773   | 1.832.063   | 1.494.320                      | 12,5   |
| Pessoal e encargos sociais  | 342.799            | 336.103            | 336.103                     | 338.551   | 341.340  | 339.586   | 339.063   | 339.395   | 271.842                        | 2,5  |
| Benefício previdenciário  | 765.569            | 777.717            | 777.717                     | 778.064   | 788.693  | 789.648   | 795.263   | 797.612   | 672.425                        | 12,0   |
| Outras despesas obrigatórias  | 274.955            | 252.510            | 252.510                     | 281.976   | 279.495  | 324.669   | 317.703   | 318.935   | 248.331                        | -6,9   |
| Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira         | 263.180            | 357.140            | 353.956                     | 354.402   | 378.380  | 379.823   | 378.743   | 376.122   | 301.722                        | 54,2   |
| Obrigatórias com controle de fluxo                                    | 164.560            | 223.164            | 223.164                     | 223.141   | 223.206  | 225.577   | 225.507   | 223.731   | 178.534                        | 58,3   |
| Discricionárias   | 98.620             | 133.976            | 130.792                     | 131.261   | 155.173  | 154.246   | 153.236   | 152.391   | 123.188                        | 48,5   |
| <b>5. Resultado primário</b>  | -49.555            | -79.351            | -76.167                     | -66.905   | -65.490  | -59.354   | 13.500  | 23.361  | 64.438                         | -221,4   |

Fonte: Ministério da Economia.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Conforme destacado anteriormente nesta *Carta*, o aumento da arrecadação federal em 2022 – e, portanto, a melhora do resultado primário – poderia ser ainda mais significativo, não fossem as renúncias fiscais implementadas. O relatório de avaliação do quinto bimestre manteve a estimativa divulgada no relatório anterior, de renúncias da ordem de R\$ 71 bilhões no ano, com destaque para a renúncia de R\$ 23,6 bilhões devido à redução

9. Para um detalhamento adicional da evolução das receitas e despesas do governo central, ver < [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2022/12/221212\\_Nota23\\_Resultado\\_primario.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2022/12/221212_Nota23_Resultado_primario.pdf)>.

da alíquota de Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), de R\$ 16,5 bilhões referentes à desoneração do Programa de Integração Social/Contribuição para o 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 GLP. É preciso ressaltar, contudo, que essas estimativas se referem apenas ao impacto direto das reduções de alíquotas sobre a arrecadação; na medida em que as reduções tributárias impactem 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.

Para 2023, a discussão recente tem se concentrado nas mudanças a serem realizadas no orçamento federal e no arcabouço de regras fiscais, visando acomodar os aumentos de despesas desejados pelo governo eleito, principalmente no que tange a transferências sociais. Neste contexto, encontra-se em tramitação no Congresso Nacional a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) nº 32/2022, já aprovada no Senado Federal, cujos principais pontos são, até o momento da elaboração deste texto: i) ampliar o teto de gastos da União em R\$ 145 bilhões em 2023 e 2024; ii) definir novas categorias de despesas não sujeitas ao teto; iii) permitir que recursos das contas de PIS/PASEP não reclamados por seus titulares após vinte anos sejam apropriados pelo Tesouro Nacional para a realização de despesas de investimento não sujeitas ao teto; iv) dispensar o Programa Auxílio Gás, em 2023, da observância das limitações da Lei de Responsabilidade Fiscal no que tange à expansão ou modificação do programa; e v) definir agosto de 2023 como o prazo para envio, pelo presidente da República, de projeto de lei complementar ao Congresso com o objetivo de instituir novo regime fiscal.

É interessante notar que, além de ampliar os limites de gastos em 2023 e 2024, a PEC nº 32/2022 também relaxa as limitações de gastos já em 2022. Com efeito, ao definir que não ficam sujeitas ao teto as despesas com investimentos em valor correspondente ao excesso de arrecadação verificado no exercício anterior (relativamente ao previsto na lei orçamentária), até o limite de R\$ 23 bilhões, a PEC já abre esse espaço em 2022. Isso é relevante, uma vez que, de acordo com o último relatório de avaliação bimestral, as despesas sujeitas ao teto dos gastos se encontrariam R\$ 12,6 bilhões acima do limite – sendo que, no caso do Poder Executivo, esse transbordamento seria de R\$ 15,4 bilhões, uma vez que os demais poderes possuem folga de R\$ 2,8 bilhões. Assim, na ausência do referido dispositivo da PEC, haveria necessidade de contingenciamento de despesas discricionárias nesse montante.

No *front* subnacional, as finanças públicas estaduais mantiveram, em termos agregados, resultados primários positivos nos primeiros dez meses de 2022.<sup>10</sup> Contudo, nota-se certa deterioração fiscal na margem, associada primordialmente à reversão da trajetória ascendente de arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), ao aumento do dispêndio com investimentos e ao fim da vedação legal de concessão de novos reajustes salariais ao funcionalismo – que havia vigorado entre 2020 e 2021.

No âmbito da despesa, os aumentos observados nos gastos com investimentos eram esperados, em função do nível deprimido dessas despesas e de 2022 ser ano eleitoral. De modo semelhante, os reajustes salariais concedidos ao funcionalismo na grande maioria das Unidades da Federação (UFs) em 2022 não causaram surpresa, dada a redução do salário real observada entre 2020 e 2021 e a confortável disponibilidade de caixa na maioria dos estados. Na esfera da receita, a redução no crescimento da arrecadação de ICMS deveu-se essencialmente à Lei Complementar nº 194, que implicou a diminuição das alíquotas incidentes sobre energia elétrica, combustíveis, serviços de comunicação e transportes ao alçá-los a bens essenciais. Cabe notar que o impacto dessa mudança legislativa na receita variou nas diferentes UFs, dadas as diferenças em termos de alíquotas iniciais vigentes e de estruturas produtivas.

10. Uma análise detalhada da evolução recente das finanças públicas estaduais será divulgada em breve nesta *Carta de Conjuntura*.

## 2 Projeções de PIB e inflação para 2022 e 2023<sup>11</sup>

### 2.1 PIB

O PIB avançou 0,4% no terceiro trimestre de 2022, na comparação com o trimestre anterior com ajuste sazonal, com alta de 3,6% na comparação interanual, segundo o IBGE. O resultado veio em linha com a previsão divulgada na *Visão Geral da Conjuntura* de setembro,<sup>12</sup> que supunha altas de 0,6% na margem e 3,8% na comparação interanual.

Pelo lado da oferta, com altas de 1,1% na margem e 4,5% sobre o mesmo trimestre de 2021, o setor de serviços mostrou resultado acima de nossa previsão de 0,8% e 3,9%, respectivamente. Já o setor industrial registrou crescimento de 0,8% na margem, com forte desaceleração em relação ao observado no segundo trimestre (1,7%). O resultado também ficou acima da nossa previsão, que era de 0,5%. O PIB da agropecuária apresentou o desempenho mais modesto, com recuo de 0,9% na margem e alta de 3,2% na comparação interanual.

Pela ótica da demanda, o destaque positivo ficou novamente por conta da formação bruta de capital fixo (FBCF), que registrou altas de 2,8% na margem e de 5% na comparação interanual. Este resultado, que superou nossas previsões (1,4% e 3,1%, respectivamente), foi explicado pelo bom desempenho da construção civil, pelo consumo aparente de máquinas e equipamentos, particularmente a produção interna e as importações, e pela demanda por *softwares*. Em contrapartida, o consumo das famílias, afetado pela perda de fôlego no comércio de bens, desacelerou na comparação com ajuste sazonal, apresentando avanço de 1%, resultado que sucedeu alta de 2,1%. Apesar disso, contando com o bom desempenho da demanda por serviços, trata-se da quinta variação positiva seguida. Por fim, as exportações líquidas registraram contribuição negativa para o resultado do terceiro trimestre – seja na comparação com ajuste sazonal, seja em termos interanuais –, refletindo o crescimento da absorção interna acima do registrado pelo PIB, de 1,4% sobre o segundo trimestre deste ano e de 3,9% sobre o terceiro do ano passado.

Em relação à nova previsão para 2022, com base na análise de um conjunto amplo de variáveis, a atividade mostra alguns sinais de arrefecimento no começo do último trimestre. Como já era esperado, os efeitos associados à implementação de uma política monetária contracionista tenderiam a reduzir a demanda ao longo do segundo semestre. Além disso, a situação financeira das famílias vem se deteriorando, resultado de um aumento do comprometimento da renda com os serviços de dívidas passadas. Como reflexo deste quadro, os níveis de confiança têm se retraído de maneira generalizada. Avaliamos também que o risco de um cenário externo mais adverso se concretizou, o que, somado à evidente desaceleração da atividade constatada no último dado para o PIB, nos leva a prever ligeira queda de 0,2% do PIB no quarto trimestre de 2022, na comparação com ajuste sazonal (tabela 5). Na comparação com o mesmo trimestre de 2021, a taxa de crescimento esperada é de 2,6%. Tais resultados estão em linha com as avaliações anteriores de que a economia tenderia 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, e com base também no efeito *carry-over* deixado pelo resultado do terceiro trimestre, a Dimac/Ipea aumenta a previsão para o PIB de 2022, passando-a de 2,8% para 3,1%.

11. Esta seção contou com a colaboração de Sidney Caetano, pesquisador visitante na Dimac/Ipea; Marcelo L. de Moraes e Pedro M. Garcia, assistentes de pesquisa na Dimac/Ipea; Vinicius dos Santos Cerqueira, técnico de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea; e Fabio Servo, especialista em políticas públicas e gestão governamental na Dimac/Ipea.

12. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2022/09/220930\\_cc\\_56\\_nota\\_31\\_visao\\_geral.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2022/09/220930_cc_56_nota_31_visao_geral.pdf)>.

TABELA 5

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

(Em %)

|                                | Observado |      |                    |                    |                    | Previsto           |                                |      |      |
|--------------------------------|-----------|------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------------|------|------|
|                                | 2020      | 2021 | 2022-T1            | 2022-T2            | 2022-T3            | 2022-T4            |                                | 2022 | 2023 |
|                                |           |      | Trim. Ano anterior | Trim. Ano anterior | Trim. Ano anterior | Trim. Ano anterior | Trim. Anterior dessazonalizado |      |      |
| PIB                            | -3,9      | 4,6  | 1,7                | 3,2                | 3,6                | 2,6                | -0,2                           | 3,1  | 1,4  |
| Agropecuária                   | 3,8       | -0,2 | -8,0               | -2,5               | 3,2                | 2,0                | 2,6                            | -1,0 | 11,6 |
| Indústria                      | -3,4      | 4,5  | -1,5               | 1,9                | 2,8                | 3,0                | -0,3                           | 1,7  | 0,4  |
| Serviços                       | -4,3      | 4,7  | 3,7                | 4,5                | 4,5                | 3,5                | 0,0                            | 4,2  | 0,5  |
| Consumo das famílias           | -5,4      | 3,6  | 2,2                | 5,3                | 4,6                | 3,1                | -1,0                           | 4,0  | 1,0  |
| Consumo do governo             | -4,5      | 2,0  | 3,3                | 0,7                | 1,0                | -1,3               | -1,4                           | 1,1  | 1,0  |
| FBCF                           | -0,5      | 17,2 | -7,2               | 1,5                | 5,0                | 3,0                | -1,0                           | 0,8  | 1,5  |
| Exportações de bens e serviços | -1,8      | 5,8  | 8,1                | -4,8               | 8,1                | 7,4                | -0,7                           | 4,5  | 2,5  |
| Importações de bens e serviços | -9,8      | 12,4 | -11,0              | -1,1               | 10,6               | 7,6                | -2,8                           | 1,5  | 2,0  |

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em termos desagregados, pelo lado da oferta, o setor de serviços se destaca no crescimento do PIB em 2022, cuja previsão aumentou de 3,9% para 4,2%. Apesar da nossa expectativa de desaceleração do setor no último trimestre ter se confirmado, com a maior parte do crescimento se concentrando nos primeiros seis meses do ano, o resultado mais forte que o esperado no terceiro trimestre explica o aumento. A indústria, por sua vez, embora venha se beneficiando do relaxamento nas restrições de oferta ao longo do ano, enfrenta fatores adversos pelo lado da demanda, em função dos efeitos da política monetária e do aumento dos níveis de incerteza entre os agentes. Com isso, prevemos que a indústria encerrará 2022 com crescimento de 1,7%. No resultado da agropecuária, por fim, foi revista a queda de 1,7% para 1,0% (ver detalhes no box sobre o PIB agropecuário).

Pelo lado da demanda, a recuperação do setor de serviços, embora já exiba algum arrefecimento, estreitamente associada ao desempenho dos indicadores de ocupação, deverá manter o mercado de trabalho aquecido e a recuperação da renda terá impacto positivo sobre o consumo de bens e serviços, o que faz com que nossa previsão para o consumo das famílias seja de 4,0%. Aumentamos novamente nossa expectativa de crescimento para a FBCF, de 0,1% para 0,8% em 2022 em função do resultado acima do esperado no terceiro trimestre. Por fim, nossa projeção para exportações e importações no PIB de 2022 é de crescimento de 4,5% e de 1,5%, respectivamente.

Nossa previsão para a expansão do PIB em 2023 foi revisada de 1,6% para 1,4% e continua acima das expectativas de mercado, que giram em torno de 0,7%. Tal divergência se explica fundamentalmente por nossa previsão mais alta de crescimento do setor agropecuário, conforme explicado no box sobre o PIB da agropecuária. Em relação à previsão anterior, é importante ressaltar que, além de ajustes pontuais nos cenários para as principais variáveis macroeconômicas, houve mudança de pesos de cada setor produtivo, o que adiciona um elemento complicador na elaboração de previsões. O peso da agropecuária no valor adicionado do PIB, por exemplo, passou de 7,5% para 9%.

Portanto, em termos de composição, haverá crescimento em todos os setores, com destaque para a agropecuária (11,6%) e crescimento modesto da indústria (+0,4%) e dos serviços (+0,5%). Em relação à indústria e aos serviços, a desaceleração na comparação entre a previsão para 2022 e 2023 decorre do peso que o cenário externo desfavorável e a política monetária restritiva exercerão sobre ambos. Além disso, o fechamento do hiato do setor de serviços ao longo de 2022 retira um impulso adicional. Tais fatores também aparecem na análise do lado da demanda, em que o consumo das famílias e a FBCF serão os destaques, com altas de 1% e 1,5%, respectivamente.



te. Em particular, o crescimento previsto para a agropecuária explica parte da aceleração esperada para FBCF em 2023 em relação ao ano anterior, e o crescimento da massa salarial dará suporte ao consumo das famílias. Importante observar a correlação entre aumentos de FBCF e importações, que deverão crescer mais que em 2022, apesar da redução no crescimento da economia.

## BOX 1

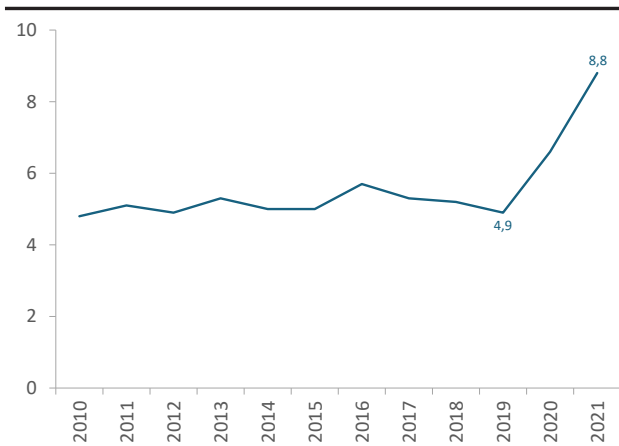
### Previsão para o valor adicionado do setor agropecuário em 2022 e 2023

A revisão das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) do IBGE – feita depois da divulgação das contas anuais de 2020 – indica que o desempenho do setor agropecuário pode ter um impacto maior que o esperado anteriormente sobre o PIB neste ano e no próximo. O setor agropecuário apresentou crescimento significativo em sua participação no valor adicionado (VA) total a preços básicos, que passou de 4,9% do VA em 2019 para 8,8% em 2021 (gráfico 1). Esse aumento é explicado pela introdução das informações das pesquisas anuais estruturais da Produção Agrícola Municipal (PAM), Pesquisa da Pecuária Municipal (PPM) e da Produção da Extração Vegetal e da Silvicultura (PEVS) no cômputo das CNT. As pesquisas atualizaram as estimativas para 2021, o que modificou a base de comparação para os resultados de 2022 e ampliou a importância do setor para o resultado nesse ano e no ano seguinte.

Desde 2010, o Valor Bruto da Produção (VBP) total do setor agropecuário apresentou uma tendência contínua de crescimento, motivada não somente pelo aumento dos preços, mas também pelo aumento na produção de culturas importantes como soja, milho e algodão (gráficos 2 e 3). A partir de 2020, no entanto, observa-se um crescimento expressivo do VBP explicado principalmente pelo *boom* nos preços de *commodities*, em especial das três culturas citadas. Isso se deu sem grande contribuição de aumentos na produção desses segmentos, com exceção do milho. O maior VBP em 2021 ampliou a participação do setor no VA desse ano e, como o peso dos setores no VA do ano anterior serve para calcular o resultado do PIB no ano seguinte, o impacto do setor no resultado de 2022 deve ser maior.

Para 2022, revisamos nossa estimativa para o setor de uma queda de 1,7% para uma redução de 1,0% (gráfico 4). Logo, embora o maior peso pudesse produzir um impacto negativo maior no ano, nossa queda estimada significativamente menor no setor mais que compensa esse potencial efeito. No entanto, o aumento do peso do setor pode ser importante para um melhor desempenho do PIB em 2023. Isso ocorre porque, com exceção do algodão, houve manutenção nos preços das *commodities* citadas em 2022 (como divulgado na *Nota* nº 18 da *Carta de Conjuntura* nº 57),<sup>13</sup> o que deve impedir uma queda significativa da participação do setor agropecuário no VA apesar da redução no ano. Além disso, a estimativa para a safra de soja em 2023 é de crescimento de 22,5%, sendo ela a principal responsável pela nossa estimativa de crescimento de 11,6% no VA do setor

GRÁFICO 1  
Participação do setor agropecuário no valor adicionado a preços básicos  
(Em %)



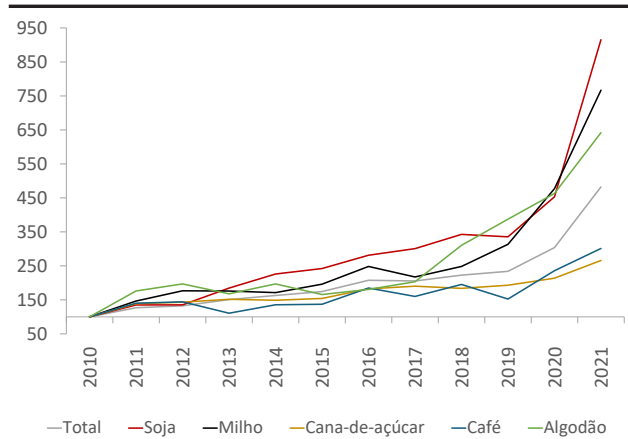
Fonte: CNT/IBGE.

Elaboração: Coordenação de Crescimento e Desenvolvimento Econômico (COCDE) da Dimac/Ipea.

13. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2022/12/mercados-e-precos-agropecuarios-6/>>.

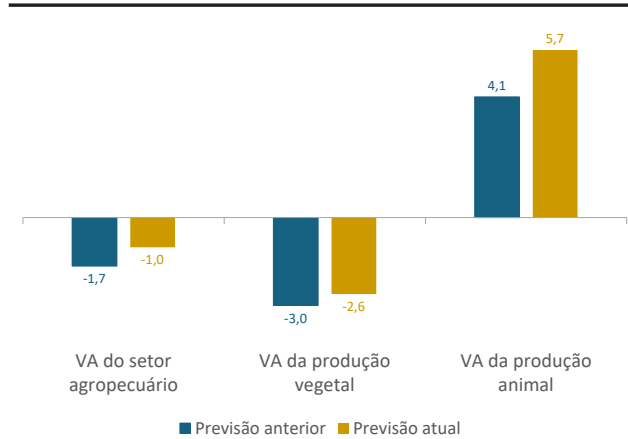
agropecuário em 2023. Com o maior peso, a contribuição do setor que já seria importante pode se tornar ainda maior. Contudo, é importante destacar que não há outras grandes contribuições positivas fora a produção de milho, que deve crescer 5,0%. Logo, o impacto mais expressivo do setor agropecuário depende de um cenário de normalidade climática para a soja, seu produto mais importante.

**GRÁFICO 2**  
**Índice de Valor Bruto da Produção por produto da lavoura**  
(Valores de 2010 = 100,0)



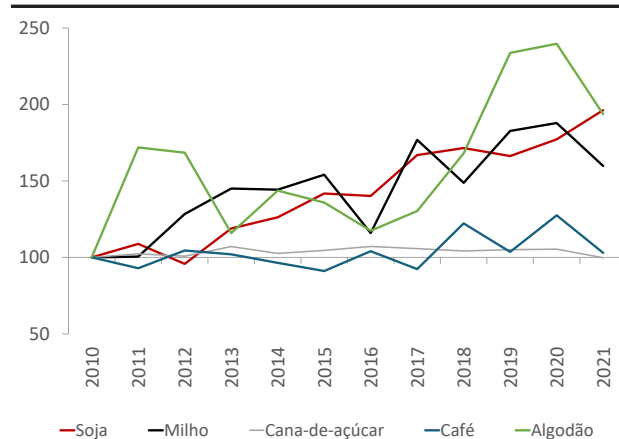
Fonte: PAM/IBGE.  
Elaboração: COCDE/Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 4**  
**Previsão de variação do VA do setor agropecuário para 2022 por componente**  
(Em %)



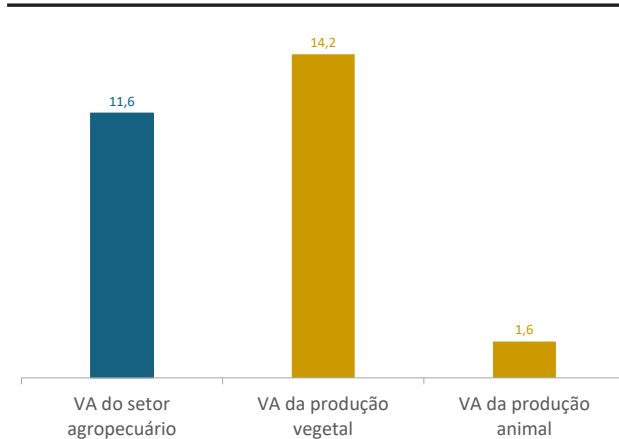
Elaboração: COCDE/Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 3**  
**Índice de quantidade anual para os principais produtos da lavoura**  
(Quantidade de 2010 = 100,0)



Fonte: PAM/IBGE.  
Elaboração: COCDE/Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 5**  
**Previsão de variação do VA do setor agropecuário para 2022 por componente**  
(Em %)



Elaboração: COCDE/Dimac/Ipea.

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 para alimentar os modelos de previsão, que foram unânimes em apontar crescimento positivo do PIB e níveis de inflação menores em 2023. Mantivemos a expectativa de que o ciclo de aperto monetário atingiu

seu pico em 13,75%, assim permanecendo no primeiro semestre de 2023; em seguida, o ciclo de redução de juros será iniciado, de forma que a taxa de juros fecha o ano em 11,75% (tabela 6). Analisando o último ciclo de redução, a velocidade do ajuste começou menor, com redução de 25 pontos-base (p.b.), acelerando o ritmo na medida em que a inflação se manteve em queda. No ciclo anterior, de 2011, os primeiros ajustes foram de 50 p.b., mas é importante ressaltar que os contextos são diferentes e surpresas positivas ou negativas podem ocorrer ao longo do caminho. Esperamos também que os preços de *commodities*, neste cenário-base, apresentem alguma redução por conta da desaceleração do crescimento mundial, e que a taxa de câmbio oscile pouco entre o fim de 2022 e 2023, de R\$ 5,25/US\$ para R\$ 5,30/US\$, por conta do diferencial de inflação externa e doméstica (que deverá ser pequeno).

No que se refere à política fiscal, o cenário para 2023 e para os anos subsequentes está cercado de grande incerteza. Diante da dificuldade para acomodar a pressão por aumentos de despesas públicas, notadamente transferências sociais, dentro dos limites definidos no artigo 107 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT) – que trata do teto de gastos primários da União –, já se esperavam mudanças legislativas que permitissem algum tipo de relaxamento no cumprimento desses limites em 2023, bem como buscassem rever e aprimorar de forma mais permanente o arcabouço de regras fiscais no país. A discussão em torno dessas questões levou à negociação e aprovação recente, no Senado Federal, da PEC 32/2022 (“PEC da Transição”), que ainda aguarda votação na Câmara dos Deputados. Se, por um lado, a PEC resolveu o problema de obediência ao teto de gastos em 2023 e 2024, ao promover a ampliação desse limite em R\$145 bilhões e excluir algumas classes de despesas do teto – o que deve ampliar adicionalmente o espaço fiscal em 2023 em cerca de R\$24 bilhões –, por outro lado, analistas e agentes de mercado têm manifestado preocupação quanto a um possível exagero no relaxamento do teto, bem como em relação à indefinição sobre as medidas mais perenes a serem adotadas visando o aperfeiçoamento do arcabouço de regras fiscais. Nesse contexto, a percepção de risco fiscal tem se mantido relativamente elevada, pressionando as taxas de juros sobre a dívida e as taxas de juros da economia em geral (ver box).

O cenário básico para as previsões apresentadas pressupõe que as discussões em torno da questão fiscal permitirão reduzir gradualmente essas incertezas e conduzirão a um arcabouço de regras fiscais compatível com o compromisso com a disciplina fiscal, mantendo sob controle o risco associado à evolução das contas públicas.

## BOX 2

### PLOA 2023, PEC 32/2022 e risco fiscal

O PLOA 2023, enviado ao Congresso em 31 de agosto de 2022, previa para 2023 despesas primárias e transferências totais do Governo Central da ordem de R\$2.321,2 bilhões, sendo o valor das despesas e transferências sujeitas ao teto de gastos da União igual ao limite então previsto para o ano (R\$1.800,3 bilhões). Estava claro, porém, que seria muito difícil obedecer a esse limite constitucional. O principal motivo para tal estava associado à pressão por gastos sociais, em uma economia ainda impactada pelos efeitos da pandemia de Covid-19 e pela guerra na Ucrânia, e à aparente convergência da sociedade e da classe política em torno da necessidade de um programa de transferência de renda mais amplo e generoso do que os existentes no pré-pandemia.

Nesse contexto, ao longo da campanha presidencial, ambos os principais candidatos se comprometeram a manter em R\$ 600 o valor do benefício familiar mensal do Auxílio Brasil/Bolsa Família, em vez do valor de R\$ 405 previsto no PLOA. Esse aumento do valor médio do benefício implicaria gasto adicional anual do programa da

ordem de R\$ 52 bilhões. Além disso, o candidato que viria a se eleger também se comprometera, na campanha, a pagar um valor adicional de R\$ 150 por criança de até 6 anos às famílias beneficiárias do programa, para um custo adicional estimado em R\$18 bilhões. Claramente, esses compromissos assumidos pelos candidatos constituiriam sério empecilho para satisfazer o teto de gastos em 2023. De fato, dada a elevada rigidez do orçamento federal e os níveis já muito deprimidos das despesas discricionárias – sobre as quais vinha recaindo grande parte do peso dos esforços de contenção fiscal na última década –, encontrar espaço para esse gasto adicional “dentro do teto” seria desafiador.

Terminado o ciclo eleitoral, havia, portanto, relativo consenso de que, dadas as demandas sociais e as restrições políticas que impunham a manutenção de um patamar elevado de transferências sociais nos próximos anos, seria inevitável algum tipo de relaxamento do teto de gastos em 2023, bem como uma discussão mais aprofundada sobre o aperfeiçoamento do próprio arcabouço de regras fiscais no país. É nesse contexto que surge a discussão em torno da PEC 32/2022 (“PEC da Transição”), visando acomodar os aumentos de despesas desejados pelo governo eleito, relativamente ao PLOA. Os principais pontos da versão aprovada no Senado Federal são, até o momento da elaboração deste texto: (i) amplia o teto de gastos da União em R\$ 145 bilhões em 2023 e 2024; (ii) define novas categorias de despesas não sujeitas ao teto; (iii) permite que recursos das contas de PIS-PASEP não reclamados por seus titulares após 20 anos (estimados em cerca de R\$ 24 bilhões) sejam apropriados pelo Tesouro Nacional para realização de despesas de investimento não sujeitas ao teto; (iv) dispensa o Programa Auxílio Gás, em 2023, da observância das limitações da Lei de Responsabilidade Fiscal no que tange à expansão ou modificação do programa; (v) define agosto de 2023 como o prazo para envio, pelo Presidente da República, de projeto de lei complementar ao Congresso com o objetivo de instituir novo regime fiscal.

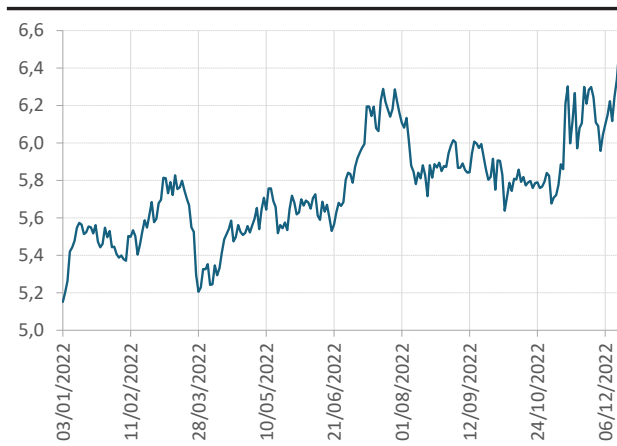
As novas categorias de despesas não sujeitas ao teto seriam: (I) despesas destinadas a financiar projetos de investimento em infraestrutura considerados prioritários e custeadas com recursos oriundos de organismos multilaterais dos quais o Brasil faça parte; (II) despesas com projetos socioambientais ou relativos às mudanças climáticas custeadas por recursos advindos de doações ou de acordos judiciais ou extrajudiciais firmados em função de desastres ambientais; (III) despesas das instituições federais de ensino e das Instituições Científicas, Tecnológicas e de Inovação (ICTs) custeadas por receitas próprias, doações, convênios ou contratos celebrados com demais entes da Federação ou entidades privadas; (IV) despesas destinadas à execução direta de obras e serviços de engenharia, custeadas por transferências dos demais entes da Federação à União; (V) despesas com investimentos em valor correspondente ao excesso de arrecadação verificado no exercício anterior (relativamente ao previsto na lei orçamentária), até o limite de R\$23 bilhões.

As mudanças engendradas pela PEC 32 foram incorporadas ao relatório final do PLOA 2023, que apresenta, relativamente ao projeto original, espaço fiscal adicional da ordem de R\$ 169,1 bilhões, assim discriminados: (a) R\$145 bilhões referentes à ampliação do teto de gastos do Poder Executivo; (b) R\$23 bilhões referentes à retirada de gastos de investimento do teto de gastos; (c) R\$1,1 bilhão referente à retirada de outras despesas do teto de gastos, custeadas com recursos provenientes de receitas próprias, doações e convênios.

A magnitude do espaço fiscal adicional criado pela PEC 32 – substancialmente superior ao valor requerido para acomodar o novo Programa Bolsa Família – tem causado certa preocupação entre analistas e agentes de mercado quanto a um possível exagero no relaxamento do teto. Além disso, e talvez mais importante, a indefinição sobre o novo arcabouço de regras fiscais a ser implementado no país tem gerado incerteza sobre a evolução das contas públicas. Nesse contexto, a percepção de risco fiscal tem se mantido relativamente elevada, pressionando as taxas de juros sobre a dívida e as taxas de juros da economia em geral. Para fins de exemplificação, a taxa de juros da Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B Principal) de 10 anos, que se encontrava e torno de 5,6% a.a. em junho e 5,8% a.a. em outubro, atingiu 6,5% a.a. em 14/12/2022 (gráfico 1).

É interessante notar que essa taxa de juros se encontra, atualmente, em nível semelhante ao observado em 2016, antes da implementação do teto de gastos da União pela Emenda Constitucional 95/2016. Entre 2016 e 2019, a taxa da NTN-B de 10 anos caiu de cerca de 6% para cerca de 3% a.a., e há motivos para crer que essa redução foi propiciada, em grande medida, justamente pelos eventos fiscais associados à adoção do teto de gastos e à reforma da previdência – conforme indicado por exercícios econométricos apresentados anteriormente nesta Carta ([https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/200525\\_cc48\\_nt\\_fiscal.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/200525_cc48_nt_fiscal.pdf) e [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/211228\\_nota\\_28\\_politica\\_fiscal.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/211228_nota_28_politica_fiscal.pdf)). Inversamente, o aumento da taxa observado a partir de 2021 e magnificado no período recente parece resultar de eventos fiscais negativos que aumentaram as incertezas sobre a evolução das contas públicas.

**GRÁFICO 1**  
Taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B Principal) de 10 anos: 3/1/2022-15/12/2022 (% a.a.)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.  
Elaboração: Ipea

Elaboração: Marco A.F.H. Cavalcanti, Sérgio F. Ferreira, Felipe Martins e Wellington Charles L. Nobrega.

As previsões para 2023 são condicionais aos cenários mencionados, e uma avaliação e revisão contínua dos cenários se faz necessária para incorporar a ocorrência de eventos não esperados. Naturalmente, faremos uma reavaliação destas hipóteses nas próximas edições da *Carta*, mas destacamos desde já alguns fatores que podem atuar tanto do lado positivo (box – mercado de crédito e investimentos) quanto do negativo (box – política fiscal).

**TABELA 6**  
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    | 11,75 |
| Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)    | 5,20      | 5,58 | 5,25     | 5,30  |

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

### BOX 3

#### Mercado de crédito e investimentos

É consenso que o aumento de produtividade é um fator fundamental para que o crescimento econômico de longo prazo seja sustentável. Há várias formas de se obterem aumentos de produtividade. O aumento de investimentos de infraestrutura é um dos exemplos, pois potencialmente aumenta a eficiência do transporte de mercadorias e pessoas e pode produzir efeitos econômicos, como a redução do custo de frete. Medidas de caráter regulatório também possuem o condão de eliminar barreiras à atividade econômica, tornando viáveis novos em-

preendimentos do ponto de vista econômico. No período recente, algumas políticas foram adotadas nessa direção. Em 2019, a reforma da Previdência foi uma importante medida na área fiscal, já que reduziu incertezas para a política macroeconômica. No ano seguinte, o Marco do Saneamento estabeleceu novas alternativas de financiamento, ao mesmo tempo que estabeleceu metas de universalização dos serviços de saneamento básico no longo prazo. Na mesma linha, o objetivo do Marco do Gás, sancionado em 2021, foi ampliar a concorrência no mercado de gás por meio de mudanças na estrutura de mercado. Em 2022, a privatização da Eletrobras poderá impulsionar os investimentos com a participação de investidores privados. Além das reformas regulatórias de maior porte, há medidas no mercado de crédito que serão mencionadas posteriormente.

Em comum, tais medidas atuam no sentido de aumentos de produtividade e investimentos. No entanto, muitas vezes os efeitos positivos dependem do ciclo da economia, ou seja, podem ser menos efetivos sob determinadas condições. Sobre tais políticas, há maior clareza sobre a direção de seus efeitos que sobre a intensidade e a distribuição temporal, o que torna a tarefa de previsão mais desafiadora, e este é o ponto deste box.

Para realizar as previsões de investimentos, em particular, além dos modelos, contamos com estimativas de mercado e de órgãos do governo. Segundo estimativas da Secretaria de Política Econômica (SPE), por exemplo, a contração de investimentos previstos no Programa de Parcerias de Investimentos (PPI) é de R\$ 82 bilhões em 2023, que representam aproximadamente 1% do PIB e correspondem a quase 5% da FBCF de 2021. A previsão para 2023 parte de uma estimativa para um período maior, entre 2022 e 2025, quando se supõe que o investimento acumulado será de R\$ 416 bilhões, de forma que diferenças mais robustas na distribuição temporal teriam impacto não desprezível no resultado da FBCF. Tais investimentos são fruto, em parte, dos avanços regulatórios do período recente por meio de leis que trazem maior segurança jurídica, que possibilitam a atração de investidores, e nosso argumento é que podem estar subestimados nos modelos.

Além disso, é importante ressaltar que a incorporação do impacto de medidas regulatórias nos modelos não é trivial e usaremos o aperfeiçoamento do mercado de crédito para ilustrar essa dificuldade. Apesar dos avanços obtidos, o mercado de crédito no país ainda se caracteriza por imperfeições e fricções que dificultam o acesso de empresas e famílias ao financiamento de atividades de produção, investimento e consumo. Nesse contexto, os anos recentes têm visto uma série de medidas governamentais e propostas legislativas que visam justamente superar alguns desses problemas,<sup>14</sup> por meio da atenuação dos impactos causados pela assimetria de informação inerente aos mercados de crédito. Entre as medidas legislativas e regulatórias adotadas entre 2019 e 2020, cabe destacar: a Lei nº 13.986/2020 (Nova Lei do Agro); a criação do Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); a regulamentação do Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) em dólar; a reforma da Lei de Falências; e as medidas implementadas no âmbito da Agenda BC#, reformulação da Agenda BC+ lançada em 2016. Mais recentemente, destacamos o Novo Marco de Securitização e a proposta do Novo Marco de Garantias. A literatura indica que os impactos potenciais sobre o mercado de crédito e sobre a economia brasileira em geral são muito positivos. No entanto, tais efeitos são medidos em modelos por meio de parâmetros calibrados, de forma que são mais precisos para avaliar a direção do efeito que propriamente a intensidade.

O Marco de Garantias, por exemplo, já foi aprovado na Câmara dos Deputados, mas o Senado ainda não concluiu a análise. A proposta legislativa segue o princípio da redução de riscos associados às transações de crédito via garantias. Um dos pontos importantes da proposta do novo marco é minimizar um grande entrave à ampliação do crédito – que é o fato de cada bem estar associado a uma só garantia, independentemente do valor da garantia em relação ao valor do financiamento obtido. Nesse contexto, a instituição de uma garantia compartilhada potencializa o volume de empréstimos com garantia. A aprovação final do novo marco, que ainda não foi incorporado

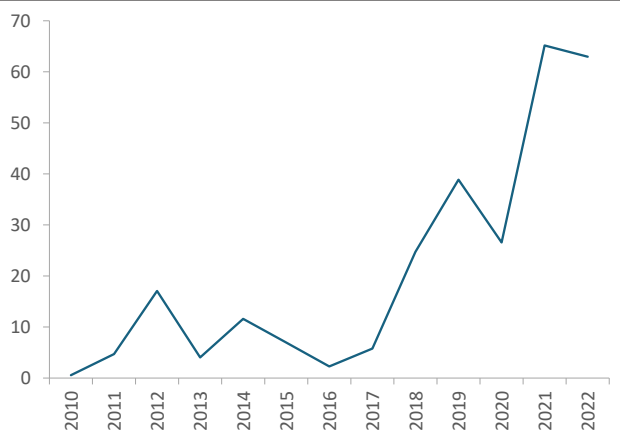
14. Para maiores informações, a *Nota Técnica* a seguir explora as medidas recentes do mercado de crédito: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2022/05/medidas-recen-tes-para-reducao-de-imperfeicoes-do-mercado-de-credito-brasileiro-visao-geral-e-consideracoes-sobre-impactos-potenciais/>>.

em nossas previsões, será benéfica ao mercado de crédito ao longo dos próximos anos, com possíveis efeitos em 2023. Além disso, há os efeitos de que podemos estar subestimando por conta do ciclo da economia. O mercado de crédito atual, por exemplo, está limitado por conta do aumento da taxa de juros e a crescente inadimplência. À medida que estes fatores se tornem menos limitantes, o impacto das medidas será potencializado.

A partir destas e de outras medidas mais antigas, como a instituição da taxa de longo prazo (TLP) em substituição à taxa de juros de longo prazo (TJLP), é possível perceber uma mudança estrutural do mercado de crédito, caracterizada pela participação crescente das operações de crédito via mercado de capitais. O crédito ampliado ao setor não financeiro alcançou R\$ 14,6 trilhões (153,3% do PIB). No período de doze meses encerrado em outubro de 2022, a elevação de 10,9% do crédito ampliado a empresas decorreu principalmente do crescimento de 29,5% em títulos de dívida. A esse respeito, analisamos a tendência de um componente fundamental do crédito privado: a emissão de debêntures. A partir do gráfico 1, percebe-se que a tendência do volume de debêntures em dólares foi estável entre 2010 e 2016. Desde então, com exceção do ano da pandemia, o volume de emissões foi crescente.<sup>15</sup>

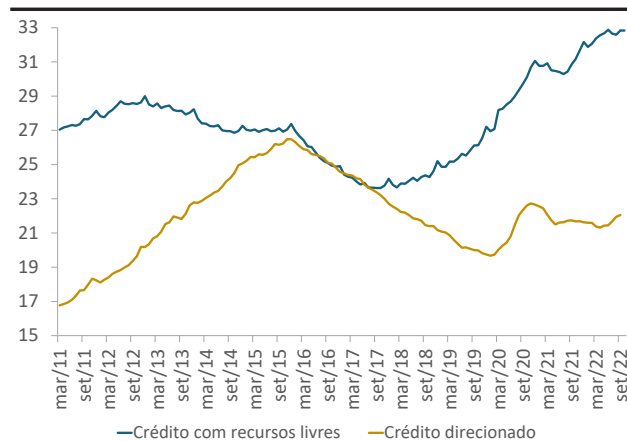
Outra mudança estrutural importante foi a mudança significativa na composição do saldo do mercado de crédito, especialmente no que tange à diferenciação entre crédito direcionado e crédito livre. Conforme mostra o gráfico 2, a expansão do crédito entre 2011 e 2015 se deu pelo crescimento do crédito direcionado, cujo pico aconteceu em novembro de 2015. Após um período em que ambas as modalidades recuaram, a recuperação do mercado de crédito a partir de 2017 passou a ser dominada pelo crédito com recursos livres.

**GRÁFICO 1**  
**Volume total de debêntures**  
(Em bilhões de dólares)



Fonte: debentures.com.br  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2**  
**Crédito direcionado e crédito livre**  
(Em % do PIB)



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

A nova visão sobre o papel das operações de crédito com recursos públicos se pautou justamente na percepção de que parte relevante dessas operações apresentava elevado custo fiscal. Uma discussão mais aprofundada desse tema foge ao escopo desta *Nota*, cabendo apenas destacar, aqui, que a visão subjacente à revisão da atuação estatal no mercado de crédito observada nos últimos anos, com foco no financiamento da infraestrutura e em atividades específicas particularmente afetadas por falhas de mercado, parece respaldada por bons argumentos e a continuidade deste processo pode render importantes ganhos de produtividade, ainda que sejam de difícil mensuração.

Elaboração: Francisco E. de Luna A. Santos.

15. O dado de 2022 não incorpora as emissões de dezembro e a expectativa é que o volume total seja maior que em 2021.

## 2.2 Inflação: projeções atualizadas<sup>16</sup>

As projeções do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea para o IPCA em 2022 foram mantidas em 5,7%, ainda que a composição tenha se alterado. Na comparação com as previsões divulgadas na edição anterior da visão geral da *Carta de Conjuntura*, houve um leve aumento das projeções de inflação de alimentos, bens industriais e serviços, cujas taxas estimadas avançaram de 13,2%, 8,7% e 7,6% para 13,3%, 9,0% e 7,8%, respectivamente. Em contrapartida, a nova estimativa para os preços administrados indica uma deflação mais forte em 2022 (-4,6%) ante a projetada anteriormente (-4,2%). Este mesmo cenário se estende ao INPC, uma vez que, mesmo mantendo a previsão de alta de 6,0% para o ano, houve pequenas mudanças nas projeções dos segmentos que o compõem. No caso dos alimentos no domicílio, a alta projetada passou de 13,8% para 14,2%, enquanto as estimativas para os bens industriais e os serviços avançaram de 8,3% e 7,2% para 8,4% e 7,5%, respectivamente. A deflação esperada para os preços administrados, por sua vez, tornou-se mais intensa, passando de -3,9% para -4,4%.

Para 2023, a projeção é de 4,9%, tanto para o IPCA quanto para o INPC. As estimativas estão baseadas na continuidade deste processo de desinflação pelo qual a economia brasileira vem passando. A desagregação destas previsões, entretanto, revela mudanças na trajetória dos preços monitorados e dos preços livres no próximo ano. No caso dos preços administrados, estima-se que a deflação apresentada por este segmento em 2022 seja revertida ao longo de 2023, de modo que se projeta uma alta similar, de 5,6%, para os preços administrados em 2023, no IPCA e no INPC.

Em relação aos preços livres, as expectativas indicam desaceleração da inflação, em 2023, em todos os segmentos que compõem este grupo de bens e serviços. Neste contexto, as projeções são de alta de 3,3% para os bens industriais no IPCA e de 3,4% no INPC. Já para os alimentos no domicílio, as taxas estimadas são de 5,2% no IPCA e de 5,1% no INPC. Por fim, a previsão da inflação dos serviços livres é de 5,3% no IPCA e 5,4% no INPC.

TABELA 7  
IPCA - 2022  
(Em %)

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

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 8  
INPC - 2022  
(Em %)

|                                | Peso  | Previsão da taxa de variação | Contribuição para o INPC 2022 | Previsão da taxa de variação | Contribuição para o INPC 2022 |
|--------------------------------|-------|------------------------------|-------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| Alimentos no domicílio         | 19,5  | 13,8%                        | 2,7                           | 14,2%                        | 2,8                           |
| Bens Livres - exceto alimentos | 26,7  | 8,3%                         | 2,2                           | 8,4%                         | 2,2                           |
| Serviços - totais              | 28,5  | 7,2%                         | 2,0                           | 7,5%                         | 2,1                           |
| Serviços - exceto educação     | 25,0  | 7,2%                         | 1,8                           | 7,5%                         | 1,9                           |
| Educação                       | 3,5   | 7,1%                         | 0,2                           | 7,6%                         | 0,3                           |
| Monitorados                    | 25,3  | -3,9%                        | -1,0                          | -4,4%                        | -1,1                          |
| INPC                           | 100,0 | 6,0%                         |                               | 6,0%                         |                               |

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

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



TABELA 9  
**IPCA e INPC - 2022**  
 (Em %)

|                                | Peso  | Previsão da taxa de variação | Contribuição para o IPCA 2023 | Peso  | Previsão da taxa de variação | Contribuição para o INPC 2023 |
|--------------------------------|-------|------------------------------|-------------------------------|-------|------------------------------|-------------------------------|
| Alimentos no domicílio         | 16,0  | 5,2%                         | 0,8                           | 19,5  | 5,1%                         | 1,0                           |
| Bens Livres - exceto alimentos | 23,5  | 3,3%                         | 0,8                           | 26,7  | 3,4%                         | 0,9                           |
| Serviços - totais              | 34,6  | 5,4%                         | 1,9                           | 28,5  | 5,5%                         | 1,6                           |
| Serviços - exceto educação     | 29,7  | 5,4%                         | 1,6                           | 25,0  | 5,5%                         | 1,4                           |
| Educação                       | 5,0   | 5,7%                         | 0,3                           | 3,5   | 5,7%                         | 0,2                           |
| Monitorados                    | 25,9  | 5,6%                         | 1,5                           | 25,3  | 5,6%                         | 1,4                           |
| IPCA                           | 100,0 | 4,9%                         |                               | 100,0 | 4,9%                         |                               |

Fonte: Ipea.

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  
Antonio Henrique Carlota de Carvalho  
Caio Rodrigues Gomes Leite  
Diego Ferreira  
Diego Rosalino Marques  
Felipe dos Santos Martins  
Izabel Nolau de Souza  
Marcelo Lima de Moraes  
Pedro Mendes Garcia  
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.

---