

CARTA

DE CONJUNTURA DO NAPE

ISSN 2675-4886

VOLUME 29, NÚMERO 4

OUT./DEZ. 2022



PIB DESACELERA A DESPEITO DOS ESTÍMULOS FISCAIS

CARTA
DE CONJUNTURA DO NAPE
ISSN 2675-4886



VOLUME 29, NÚMERO 4
OUT./DEZ. 2022

ALESSANDRO DONADIO MIEBACH (DERI – UFRGS)
ANDRÉ FERRARI HAINES (DERI – UFRGS)
CARLOS HENRIQUE VASCONCELLOS HORN (DERI – UFRGS)
FLÁVIO BENEVETT FLIGENSPAN (DERI – UFRGS)
MAURICIO ANDRADE WEISS (DERI – UFRGS | *COORDENADOR*)
RÓBER ITURRIET AVILA (DERI – UFRGS)
SÉRGIO MARLEY MODESTO MONTEIRO (DERI – UFRGS)
ANELISE MANGANELLI (DIEESE – RS)
CLARISSA BLACK (SEFAZ – RS)
DENILSON ALENCASTRO (GERAL INVESTIMENTOS)
EVERSON VIEIRA DOS SANTOS (IEPE – UFRGS)
MARTINHO ROBERTO LAZZARI (SEPLAG – RS)
MATHEUS IBELLI BIANCO
RAFAEL CAMINHA PAHIM (PPGE – UFRGS)
VIRGINIA ROLLA DONOSO (DMT EM DEBATE)

Capa: Vinicius da R. da Silva | Núcleo de Publicações/FCE
Imagem: arte sobre Storyset | Canva



Sumário

| | |
|---|----|
| 1 ECONOMIA MUNDIAL: incertezas à vista | 3 |
| <i>Andrés Ferrari Haines</i> | |
| <i>Sérgio Marley Modesto Monteiro</i> | |
| 2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: aumento do endividamento a juros mais altos | 4 |
| <i>Mauricio Andrade Weiss</i> | |
| <i>Rafael Caminha Pahim</i> | |
| 3 POLÍTICA FISCAL: auxílios revertem parte do superávit..... | 14 |
| <i>Róber Iturriet Avila</i> | |
| 4 INFLAÇÃO: possível pico da inflação mundial e fim do ciclo de deflação no Brasil | 22 |
| <i>Clarissa Black</i> | |
| 5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: estabilidade antes da mudança | 27 |
| <i>Alessandro Donadio Miebach</i> | |
| 6 NÍVEL DE ATIVIDADE: chegou a esperada desaceleração..... | 34 |
| <i>Flávio Benevett Fligenspan</i> | |
| 7 EMPREGO E SALÁRIOS: prossegue a reversão dos impactos negativos da pandemia..... | 40 |
| <i>Anelise Manganelli</i> | |
| <i>Carlos Henrique Vasconcellos Horn</i> | |
| <i>Virginia Rolla Donoso</i> | |
| 8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: Ibovespa tomba no quarto trimestre | 52 |
| <i>Denilson Alencastro</i> | |
| 9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: Indústria e Serviços crescem em ano de forte retração da Agropecuária | |
| <i>Martinho Roberto Lazzari</i> | |
| 10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR – PORTO ALEGRE: inflação volta a acelerar em novembro impulsionada pelos preços dos combustíveis e dos alimentos | 60 |
| <i>Everson Vieira dos Santos</i> | |

1 ECONOMIA MUNDIAL: incertezas à vista

A economia mundial parecia começar a se recuperar dos efeitos da pandemia global de Covid-19 iniciada em 2020, quando a guerra ucraniana foi desencadeada em março de 2022. Diante desse quadro básico, não surpreende que as perspectivas econômicas globais para o próximo ano não sejam boas.

Isso foi afirmado pelo Fundo Monetário Internacional em um recente relatório de estabilidade financeira global publicado em outubro passado¹. A economia mundial, argumenta-se, apresenta perspectivas negativas tanto devido a inflação elevada, como devido ao fato de muitos Bancos Centrais terem aumentado as taxas de juros para debelar a aceleração dos preços. O relatório também aponta para o aumento da volatilidade de preços e ativos. Em particular, se destaca como esse arranjo tem afetado os mercados emergentes.

“Os mercados emergentes enfrentam uma série de riscos decorrentes de altos custos de empréstimos externos, inflação persistentemente alta, mercados de commodities voláteis, maior incerteza sobre as perspectivas econômicas globais e pressões de políticas mais rígidas nas economias avançadas. As pressões são particularmente agudas nos países de mercado de fronteira, onde os desafios são impulsionados por uma combinação de condições financeiras mais restritivas, deterioração dos fundamentos e alta exposição à volatilidade dos preços das commodities. As despesas com juros da dívida pública continuaram a aumentar, aumentando as pressões imediatas de liquidez. Em um ambiente de fundamentos ruins e falta de apetite por risco por parte dos investidores, podem ocorrer inadimplências” (FMI, 2022, pg 12).

O FMI considera que em 2023 a economia mundial crescerá 2,7%, o que significa uma queda de 0,2% do que havia sido calculado em julho passado – e que representa menos da metade do que o mundo expandiu no ano passado. Nesse resultado, ele estima que a economia dos Estados Unidos crescerá 1%, e a da China, 4,4%, longe dos 8,1% do ano passado, mas superior aos 3,2% estimados para este ano. Por outro lado, os países europeus têm seu desempenho econômico afetado negativamente pelas sanções energéticas e financeiras impostas à Rússia no contexto de seu conflito com a Ucrânia. Consequentemente, o relatório considera que a União Europeia crescerá apenas 0,5% em 2023.

¹ International Monetary Fund. 2022. Global Financial Stability Report—Navigating the High-Inflation Environment. Washington, DC, October.

Neste contexto, não é de estranhar que tenham aumentado os receios de uma forte recessão global. Aqui a política anti-inflacionária do Federal Reserve é particularmente preocupante. Um aumento nas taxas de juros pode fazer com que o dólar americano se valorize e, em parte, aumente os preços das commodities que o utilizam como referência de preço, como o petróleo, espalhando efeitos inflacionários e recessivos sobre outras economias.

Nesse ponto, Maurice Obstfeld, ex-economista-chefe do FMI, alertou a CBS News que a política excessivamente agressiva do Federal Reserve poderia "levar a economia mundial a uma contração desnecessariamente acentuada".

Andrés Ferrari Haines e Sérgio Marley Modesto Monteiro

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL: aumento do endividamento a juros mais altos

2.1 Juros

Conforme as análises das últimas publicações do NAPE, o afrouxamento da política monetária estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB) durante as três primeiras ondas da pandemia do coronavírus foi mantido até a 237ª reunião, quando a autoridade monetária inicia sucessivas elevações na taxa básica de juros (SELIC). Até a 248ª reunião, o COPOM havia estabelecido, respectivamente, três elevações de 0,75 p.p., duas de 1 p.p., três de 1,5 p.p., duas novas alta de 1 p.p. e, por fim, duas altas de 0,5 p.p., quando a SELIC atingiu 13,75%. A 249ª reunião do COPOM manteve, pela primeira vez desde a 237ª, inalterada a taxa estabelecida na reunião anterior.

Desde a divulgação da 29ª carta de conjuntura, o COPOM realizou duas novas reuniões (250ª e 251ª). Em relação ao cenário externo, ambas as reuniões apontaram a continuidade do cenário adverso com sinais de volatilidade, tendo em vista a expectativa de baixo crescimento global no próximo ano, a persistência de taxas de juros restritiva nos países desenvolvidos e a crise energética na Europa. O Comitê compreende que o conflito na Ucrânia, a política chinesa de combate a COVID e a maior sensibilidade do mercado a fundamentos fiscais como os vetores do cenário adverso e volátil. O cenário inflacionário global apresenta um quadro de melhora com normalização nas cadeias de suprimento e a acomodação nos preços das principais *commodities*, mas ainda demanda cautela por parte do Comitê em virtude do baixo grau de ociosidade em algumas economias, o que sugere alguma persistência inflacionária, em especial no setor de serviços. No que diz respeito ao cenário de preços

doméstico, o COPOM avaliou, em ambas as reuniões, que a trajetória inflacionária brasileira segue elevada e com estouro da meta em 2022 (estimada em 6% a.a. na 251ª reunião) – pelo segundo ano consecutivo. Ainda no cenário de preços domésticos, o Comitê identificou a existência de sinais de desaceleração inflacionária via preços administrados (energia elétrica), queda no preço das *commodities*, desaceleração global e a manutenção do corte de impostos em 2023. Por outro lado, a incerteza na situação fiscal brasileira, a persistência inflacionária no setor global de serviço e um baixo hiato no mercado de trabalho pressionam os preços para cima. No debate fiscal, o Comitê destacou o risco fiscal presente nas economias globais, especialmente avançadas, onde a combinação de altas taxas de juros e elevado endividamento geram incerteza no mercado. No caso brasileiro, o COPOM salienta que a agenda fiscal de estímulos à demanda agregada pode gerar incertezas no mercado. O Comitê avalia que os próximos passos da política fiscal brasileira merecem atenção. Com base no cenário avaliado anteriormente, o Comitê de Política Monetária do BCB definiu em ambas as reuniões a manutenção da taxa SELIC em 13,75%, pois o Comitê compreende que essa taxa básica de juros está em patamar suficientemente contracionista. Por fim, o COPOM sinalizou a continuidade desse patamar até que a inflação convirja para a meta, ao passo que não hesita em promover novos ajustes contracionistas, caso não consiga ancorar as expectativas inflacionárias como deseja.

Apresentado os principais pontos discutidos nas últimas reuniões do Comitê de Política Monetária e a análise da taxa Selic anual, o restante da sessão enfoca a Selic *overnight* em termos mensais, principal taxa, juntamente com o CDI *overnight*², para indicar o custo do dinheiro no curto prazo, e o movimento da TJLP/TLP, que é a taxa de juros de longo prazo praticada pelo BNDES, cujo patamar é formado pela média dos três meses anteriores das Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), títulos com estrutura a termo de cinco anos.

Em relação a Selic *overnight* mensal, a variável mantém o padrão, iniciado em fevereiro de 2021, de sucessivas altas, passando de 0,13% em fevereiro de 2021 para 1,17% em agosto de 2022, quando a *overnight* mensal atingiu a máxima histórica registrada nas cartas de conjuntura do NAPE³. Após a taxa recorde em agosto, os três meses subsequentes apresentaram uma queda, voltando ao patamar médio dos meses de maio a julho de 2022, ao passo mantém entre os patamares mais elevados da série histórica. Setembro apresentou 1,07%, enquanto outubro e novembro estabilizaram em 1,02%. Em termos anualizados, os meses de setembro a dezembro deste ano estabilizaram o

² Devido a equivalência em praticamente todos os meses no último ano, optou-se por deixar de trazer os dados do CDI *overnight*. O mesmo ocorreu em relação à TR, pois ela se entra em 0 a mais de 24 meses.

³ A série histórica da taxa Selic *overnight* presente nas Cartas de Conjuntura do NAPE inicia em janeiro de 2017 (1,09 p.p.).

crescimento ininterrupto da *overnight* (desde fevereiro de 2021) com a taxa de 13,65%, o que compreende máxima histórica registrada nas cartas do NAPE.

Após a reversão em agosto de 2021, quando, em termos de mensais e em valores anualizados, a taxa Selic *overnight* superou mais a TJLP/TLP, isto é, a taxa monetária referência de curto prazo ficou acima do referencial de longo prazo, a diferença entre as duas taxas manteve um comportamento crescente até agosto de 2022 (mensal) e setembro de 2022 (anual). Em termos mensais, agosto de 2022 atingiu o recorde de 0,60 p.p., enquanto setembro de 2022 apresentou 0,50 p.p., seguido por uma nova queda na diferença, o que estabilizou o diferencial em 0,44 p.p. nos dois meses seguintes. Já na comparação anualizada, setembro de 2022 apresentou a maior diferença com 6,64 p.p., enquanto nos meses de outubro a dezembro de 2022 se manteve em 6,45 p.p.

Como discutido em outras cartas de conjunturas, parte da discrepância encontrada entre a taxa de longo prazo do BNDES (TJLP/TLP) é fruto da natureza do cálculo da sua determinação. Todavia, este componente parece ter pouco impacto explicativo na conjuntura analisada, uma vez que a diferença entre o limite superior e inferior das duas taxas é expressivo. Em termos anualizados, o período de janeiro de 2021 e dezembro de 2022 (tendência) apresentou uma diferença entre os limites de 11,75 p.p. na taxa Selic *overnight* e 2,81 p.p. para a TJLP/TLP, tendo em vista que a *overnight* apresentou 10,19% de variação média (mês), ao passo que a TJLP/TLP apresentou 7,13% de variação média (a cada três meses).

Para a análise em termos reais, são utilizados como deflator o IGP-DI e o IPCA. Começando pelos dados deflacionados pelo IGP-DI, a Selic *overnight* atingiu o sétimo mês consecutivo em patamar positivo, saindo de 0,42% em abril de 2022 para, respectivamente, 0,34% (maio), 0,40% (junho), 1,42% (julho), 1,73% (agosto), 2,32% (setembro) e 1,65% em outubro. O mês de setembro é o primeiro a ultrapassar os 2%, estabelecendo a máxima da série histórica. No caso da TJLP/TLP mensal, apesar dos meses de maio e junho voltarem a apresentar taxas reais negativas (-0,14% e -0,07%) depois do resultado positivo de abril de 2022, os meses de julho a outubro reverteram a tendência com, respectivamente, 0,95%, 1,13%, 1,81% e 1,21% de taxa real. Setembro estabeleceu a máxima na TJLP/TLP deflacionada pelo IGP-DI, tal como ocorreu no *overnight*. No caso da TJLP/TLP, a reversão pós-junho de 2022 é explicado pelo resultado do IGP-DI, uma vez que a variação da taxa de longo prazo do BNDES se manteve, praticamente, nula até setembro. Outubro apresenta uma queda na taxa real, pois a TJLP/TLP voltou a subir. Para a Selic *overnight*, ainda que o IGP-DI ajude a explicar o resultado, a variação da *overnight* foi mais expressiva que a taxa de longo prazo.

Ao analisar os dados utilizando o IPCA como deflator, observa-se que a Selic *overnight* e a TJLP/TLP (mensais) nos meses de junho e julho apresentaram uma variação positiva expressiva, migrando de 0,35% para 1,72% na Selic e de -0,12% para 1,26% na TJLP/TLP, apesar da relativa estabilidade nos valores nominais, o que indica um processo deflacionário no período. Por sua vez, o mês de outubro de 2022 registra uma variação negativa expressiva nos valores reais em relação aos meses anteriores, saindo de 1,36% no *overnight* mensal em setembro para 0,43% em outubro, enquanto a TJLP/TLP foi de 0,86% para -0,01%, o que indica uma forte elevação no IPCA. Os dados abordados nos parágrafos anteriores podem ser observados em detalhes na Tabela 2.1.

Tabela 2.1 - Taxas de juros nominais e reais efetivas no Brasil, em % - jan./2021-dez./2022

| Mês | Selic <i>overnight</i> | | TJLP/TLP | | Taxas IPCA % a.m. | | Taxas IGP-DI % a.m. | |
|--------|------------------------|--------|----------|--------|----------------------|-------|------------------------|-------|
| | % a.m. | % a.a. | % a.m. | % a.a. | Selic | TJLP | Selic | TJLP |
| jan-21 | 0,15 | 1,90 | 0,36 | 4,39 | -0,10 | 0,11 | -2,68 | -2,48 |
| fev-21 | 0,13 | 1,90 | 0,36 | 4,39 | -0,72 | -0,50 | -2,51 | -2,29 |
| mar-21 | 0,20 | 2,23 | 0,36 | 4,39 | -0,72 | -0,56 | -1,93 | -1,77 |
| abr-21 | 0,21 | 2,65 | 0,38 | 4,61 | -0,10 | 0,07 | -1,97 | -1,80 |
| mai-21 | 0,27 | 3,29 | 0,38 | 4,61 | -0,56 | -0,45 | -3,03 | -2,92 |
| jun-21 | 0,31 | 3,76 | 0,38 | 4,61 | -0,22 | -0,15 | 0,20 | 0,27 |
| jul-21 | 0,36 | 4,15 | 0,40 | 4,88 | -0,59 | -0,55 | -1,07 | -1,03 |
| ago-21 | 0,43 | 5,01 | 0,40 | 4,88 | -0,44 | -0,47 | 0,57 | 0,54 |
| set-21 | 0,44 | 5,43 | 0,40 | 4,88 | -0,71 | -0,75 | 1,00 | 0,96 |
| out-21 | 0,49 | 6,30 | 0,43 | 5,32 | -0,75 | -0,81 | -1,09 | -1,15 |
| nov-21 | 0,59 | 7,65 | 0,43 | 5,32 | -0,36 | -0,52 | 1,18 | 1,02 |
| dez-21 | 0,77 | 8,76 | 0,43 | 5,32 | 0,04 | -0,30 | -0,47 | -0,81 |
| jan-22 | 0,73 | 9,15 | 0,49 | 6,08 | 0,19 | -0,05 | -1,25 | -1,49 |
| fev-22 | 0,76 | 10,49 | 0,49 | 6,08 | -0,25 | -0,51 | -0,73 | -1,00 |
| mar-22 | 0,53 | 10,80 | 0,49 | 6,08 | -0,68 | -1,11 | -1,41 | -1,84 |
| abr-22 | 0,83 | 11,65 | 0,55 | 6,82 | -0,23 | -0,50 | 0,42 | 0,14 |
| mai-22 | 1,03 | 12,51 | 0,55 | 6,82 | 0,56 | 0,08 | 0,34 | -0,14 |
| jun-22 | 1,02 | 12,76 | 0,55 | 6,82 | 0,35 | -0,12 | 0,40 | -0,07 |
| jul-22 | 1,03 | 13,15 | 0,57 | 7,01 | 1,72 | 1,26 | 1,42 | 0,95 |
| ago-22 | 1,17 | 13,58 | 0,57 | 7,01 | 1,54 | 0,93 | 1,73 | 1,13 |
| set-22 | 1,07 | 13,65 | 0,57 | 7,01 | 1,36 | 0,86 | 2,32 | 1,81 |
| out-22 | 1,02 | 13,65 | 0,58 | 7,20 | 0,43 | -0,01 | 1,65 | 1,21 |
| nov-22 | 1,02 | 13,65 | 0,58 | 7,20 | | | | |
| dez-22 | | 13,65 | 0,58 | 7,20 | | | | |

Fonte: Banco Central do Brasil, FGV/IBRE e IBGE

2.2 Crédito, *spread* e inadimplência⁴

Iniciando o exame conjuntural pelo saldo de crédito direcionado, os primeiros três trimestres de 2022 apresentam altas contínuas nas operações. O primeiro trimestre consolidou um crescimento de 1,9% em relação ao anterior, enquanto o segundo cresceu 1,6% e o terceiro saltou para um crescimento de 4,8%. Apesar de não haver os números do quarto trimestre, outubro apresenta um crescimento de 1,3% em relação a setembro, o que mantém a tendência de alta. Entre janeiro de 2022 e outubro do mesmo ano, o acréscimo no montante de crédito direcionado foi consolidado em R\$ 206,6 bilhões. Entre setembro de 2022 e outubro 2022 o consolidado fechou em R\$ 27,3 bilhões.

No que tange às operações de recursos livres, o dado de setembro de 2022 consolidou uma variação de 3,3% no terceiro trimestre, enquanto o segundo trimestre obteve 4,6% e o primeiro fechou um crescimento de 3,7%, o que indica que, apesar do crescimento constante, o terceiro trimestre veio com uma variação abaixo dos demais períodos do ano. Já a variação no mês de out./22 foi de apenas 0,8%, a menor variação desde julho de 2022 (0,44%). Entre janeiro e outubro deste ano, o crescimento consolidado foi de R\$ 334,8 bilhões, enquanto setembro a outubro apresentou uma variação de R\$ 15,7 bilhões.

Ao se analisar o volume total de crédito em termos de percentual do produto interno bruto, os meses de setembro e outubro de 2022 apresentam o patamar mais alto da série histórica (com início em janeiro de 2018). Setembro consolidou 54,8% do PIB, enquanto outubro subiu para 54,9%. Entre janeiro de 22 e outubro de 2022, a participação variou 2,62%. Ao destrinchar a participação das duas formas de operações de crédito listados, o crédito direcionado representa, a dados de outubro, 22,1% do produto, enquanto o crédito livre soma 32,8% em relação ao PIB brasileiro, dados que mantêm a relativa estabilidade de participação das variáveis na série histórica.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado terminou outubro de 2022 com a taxa média de 10,60%, pouco acima da média praticada durante os dez meses de 2022 analisados (10,40%), garantindo o segundo mês consecutivo de alta. Apesar da alta, o mês de outubro se mantém abaixo das taxas praticadas entre abril e julho - quando chegou a 12%. No caso da análise média trimestral, o terceiro trimestre representou a taxa média de juros mais alta do ano e da série histórica com 10,87%. Para os juros praticados no mercado de recursos livres, setembro e outubro mantiveram a tendência de alta que já é observada a 18 meses. Com esse dado, outubro assume a taxa média mais

⁴ Os dados observados nesta seção apresentam diferenças em relação aos trazidos em edições anteriores da Carta de Conjuntura do NAPE devido a revisões realizadas pelo BCB.

alta da série histórica (42,40%), superando os 40,70% de setembro. Analisando o *spread* do sistema financeiro brasileiro nas operações de crédito livres, o total registrado em setembro de 2022 foi de 28,60% e em outubro de 30,30% - a taxa mais elevada desde agosto de 2019. Ainda em outubro de 2022, o *spread* para pessoas jurídicas ficou em 11,70% e de pessoas físicas em 44,40% (mais alto desde julho de 2019). Com base nesses dados, o terceiro trimestre de 2022 apresenta um cenário de altas taxas médias de juros e *spreads* que não é visto desde meados de 2019, ao passo que a tendência de aumento aparenta permanecer nos próximos meses.

Tabela 2.2 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./2021-out./2022

| Mês | Direcionado | | Livres | | Total | |
|--------|-------------|-------|----------|-------|----------|-------|
| | R\$ bi | juros | R\$ bi | juros | R\$ bi | % PIB |
| jan-21 | 1.702,30 | 7,70 | 2.311,80 | 28,40 | 4.014,10 | 53,40 |
| fev-21 | 1.709,50 | 7,30 | 2.331,50 | 28,10 | 4.041,00 | 53,30 |
| mar-21 | 1.725,10 | 7,20 | 2.377,50 | 28,40 | 4.102,60 | 53,40 |
| abr-21 | 1.730,70 | 7,20 | 2.392,90 | 29,20 | 4.123,50 | 52,60 |
| mai-21 | 1.737,30 | 7,00 | 2.433,60 | 28,50 | 4.170,80 | 52,20 |
| jun-21 | 1.743,20 | 7,30 | 2.465,00 | 28,40 | 4.208,20 | 51,90 |
| jul-21 | 1.776,00 | 7,60 | 2.486,40 | 28,90 | 4.262,50 | 51,90 |
| ago-21 | 1.802,70 | 8,00 | 2.536,20 | 29,70 | 4.338,90 | 52,00 |
| set-21 | 1.831,80 | 8,00 | 2.601,10 | 30,50 | 4.433,00 | 52,60 |
| out-21 | 1.850,60 | 8,50 | 2.652,60 | 32,50 | 4.503,20 | 52,90 |
| nov-21 | 1.864,30 | 8,90 | 2.723,90 | 33,70 | 4.588,20 | 53,30 |
| dez-21 | 1.882,20 | 9,30 | 2.791,30 | 33,80 | 4.673,50 | 53,80 |
| jan-22 | 1.888,90 | 9,60 | 2.784,60 | 35,30 | 4.673,50 | 53,50 |
| fev-22 | 1.898,50 | 9,10 | 2.818,10 | 36,50 | 4.716,70 | 53,70 |
| mar-22 | 1913,80 | 10,10 | 2868,80 | 37,30 | 4782,60 | 54,00 |
| abr-22 | 1911,30 | 11,10 | 2910,80 | 37,90 | 4822,10 | 53,80 |
| mai-22 | 1925,10 | 10,80 | 2950,50 | 38,00 | 4875,90 | 54,00 |
| jun-22 | 1955,70 | 10,60 | 3000,90 | 39,00 | 4956,50 | 54,30 |
| jul-22 | 1.979,50 | 12,00 | 3.014,20 | 40,40 | 4.993,70 | 54,10 |
| ago-22 | 2.023,90 | 10,20 | 3.045,00 | 40,60 | 5.068,90 | 54,30 |
| set-22 | 2.067,80 | 10,40 | 3.093,70 | 40,70 | 5.161,40 | 54,80 |
| out-22 | 2.095,50 | 10,60 | 3.119,40 | 42,40 | 5.214,80 | 54,90 |

Fonte: Banco Central do Brasil.

Tomando em consideração o crédito no conceito de recursos livres e dividindo a análise da taxa de juros de crédito entre pessoas jurídicas e físicas (ao ano), respectivamente entre parênteses, observa-se uma alta em todas as bases de comparação para outubro de 2022: mensal (2,17 p.p. e 4,8 p.p.), trimestral (0,43 p.p. e 6,0 p.p.) e na variação em 12 meses (24,3 p.p. e 31,02 p.p.). O que se pode analisar com esse movimento é que há uma evidente continuidade no aumento nas taxas de juros de

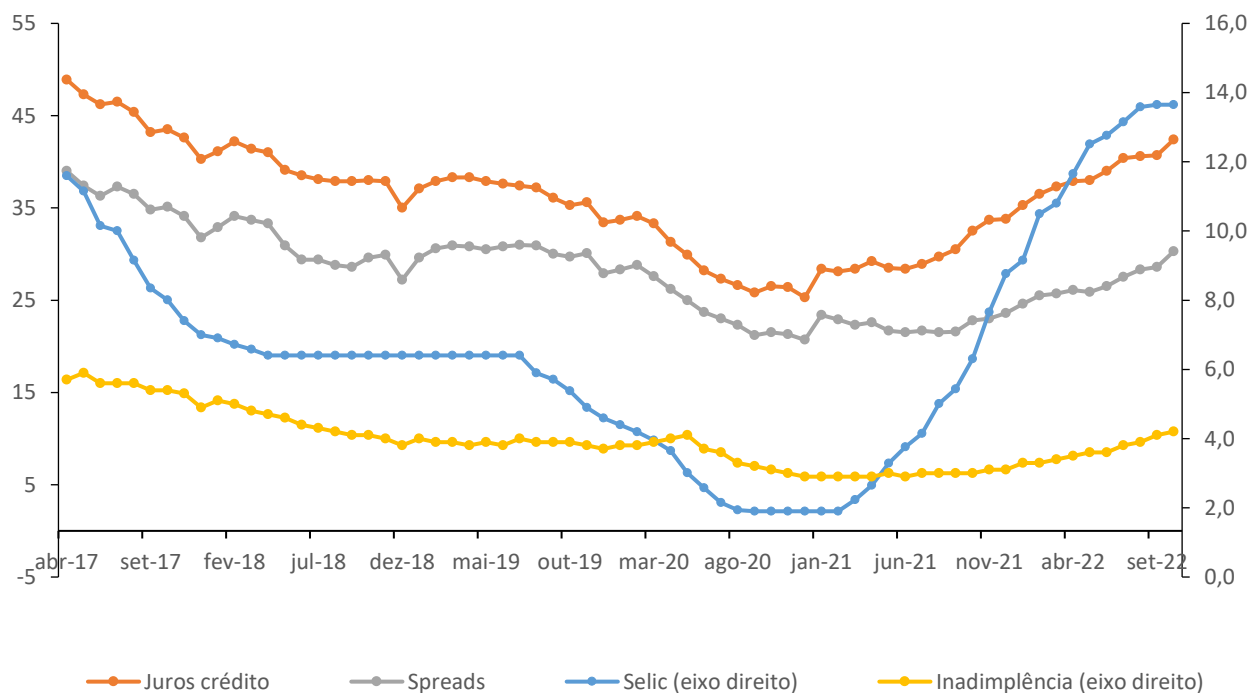
recursos livres que chegam ao tomador final, mantendo a trajetória do ano de 2021 e do primeiro semestre de 2022.

Esses aumentos nas taxas de juros para pessoas jurídicas e físicas ocorreram concomitantes ao leve crescimento da inadimplência. Levando em conta o mês de outubro, a média trimestral da inadimplência total passou de 3,70% para 4,07%. Já o terceiro trimestre do ano conta com uma média de 3,93%, acima da média histórica registrada desde 2018 (3,70%) e das médias anuais de 2019 (3,80%), 2020 (3,60%) e 2021 (2,98%). No caso da inadimplência de pessoas jurídicas, os meses de agosto, setembro e outubro apresentaram elevação constante na média, passando de 1,8% em agosto para 2% em outubro – taxa mais alta desde 2020. Os dados das pessoas físicas compartilham a mesma tendência de alta dos PJ, uma vez que saiu de 5,20% em junho de 2022 para 5,90% em outubro de 2022. O terceiro trimestre de 2022 possui a maior taxa de inadimplência (PF) da série histórica com 5,63% na média. A título de comparação, o segundo trimestre de 2022 atingiu 5,13% de inadimplência de PF, com 5,2% em maio e junho. Já o primeiro trimestre do ano teve 4,73% de média, enquanto todo o ano de 2021 atingiu 4,13%, sendo 4,3% no seu último trimestre. Esses dados podem ser observados na Tabela 2.3 e a evolução nos seus movimentos é apresentada no Gráfico 2.1.

Tabela 2.3 - Taxa de juros, *spread* e inadimplência em operações de crédito do sistema financeiro brasileiro - recursos livres – jan./2021-out./2022

| Mês | Taxas de juros % a.a. | | | <i>Spreads p.p.</i> | | | Inadimplência % | | |
|--------|-----------------------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-----------------|------|-------|
| | PJ | PF | Total | PJ | PF | Total | PJ | PF | Total |
| jan-21 | 15,20 | 39,40 | 28,40 | 10,70 | 34,00 | 23,40 | 1,60 | 4,10 | 2,90 |
| fev-21 | 13,80 | 40,10 | 28,10 | 9,10 | 34,40 | 22,90 | 1,60 | 4,10 | 2,90 |
| mar-21 | 13,80 | 40,70 | 28,40 | 8,20 | 34,20 | 22,30 | 1,60 | 4,00 | 2,90 |
| abr-21 | 14,70 | 41,30 | 29,20 | 8,70 | 34,30 | 22,60 | 1,70 | 4,00 | 2,90 |
| mai-21 | 14,60 | 39,80 | 28,50 | 8,40 | 32,60 | 21,70 | 1,70 | 4,10 | 3,00 |
| jun-21 | 14,50 | 39,80 | 28,40 | 8,10 | 32,50 | 21,50 | 1,60 | 4,00 | 2,90 |
| jul-21 | 15,50 | 39,70 | 28,90 | 8,70 | 32,10 | 21,70 | 1,60 | 4,10 | 3,00 |
| ago-21 | 16,20 | 40,50 | 29,70 | 8,40 | 32,00 | 21,50 | 1,60 | 4,10 | 3,00 |
| set-21 | 17,10 | 41,20 | 30,50 | 8,60 | 32,00 | 21,60 | 1,60 | 4,20 | 3,00 |
| out-21 | 18,90 | 43,20 | 32,50 | 9,50 | 33,20 | 22,80 | 1,60 | 4,20 | 3,00 |
| nov-21 | 20,10 | 44,40 | 33,70 | 9,70 | 33,50 | 23,00 | 1,70 | 4,30 | 3,10 |
| dez-21 | 19,70 | 45,00 | 33,80 | 9,70 | 34,70 | 23,60 | 1,50 | 4,40 | 3,10 |
| jan-22 | 21,30 | 46,30 | 35,30 | 10,80 | 35,40 | 24,60 | 1,60 | 4,60 | 3,30 |
| fev-22 | 21,50 | 48,10 | 36,50 | 10,70 | 36,90 | 25,50 | 1,50 | 4,70 | 3,30 |
| mar-22 | 21,40 | 49,60 | 37,30 | 10,20 | 37,80 | 25,70 | 1,70 | 4,90 | 3,40 |
| abr-22 | 22,40 | 49,90 | 37,90 | 10,70 | 38,00 | 26,10 | 1,70 | 5,00 | 3,50 |
| mai-22 | 21,90 | 50,40 | 38,00 | 10,20 | 38,00 | 25,90 | 1,70 | 5,20 | 3,60 |
| jun-22 | 22,60 | 51,50 | 39,00 | 10,50 | 38,70 | 26,50 | 1,70 | 5,20 | 3,60 |
| jul-22 | 23,40 | 53,40 | 40,40 | 10,90 | 40,20 | 27,50 | 1,70 | 5,50 | 3,80 |
| ago-22 | 22,80 | 54,00 | 40,60 | 10,70 | 41,50 | 28,30 | 1,80 | 5,60 | 3,90 |
| set-22 | 23,00 | 54,00 | 40,70 | 11,10 | 41,70 | 28,60 | 1,90 | 5,80 | 4,10 |
| out-22 | 23,50 | 56,60 | 42,40 | 11,70 | 44,40 | 30,30 | 2,00 | 5,90 | 4,20 |

Fonte: Banco Central do Brasil.

Gráfico 2.1 – Comportamento da taxa Selic (% a.a.), taxa de juros ao tomador final (% a.a.), *spreads* do setor bancário (p.p.) e inadimplência (%) – abr./2017-out./2022

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

Conforme destacado no relatório anterior, o real sofreu um período de grande turbulência durante a primeira onda da Covid-19, sendo em diversos momentos a moeda que mais se depreciou entre os países. Dezembro de 2021 continua como o período de maior taxa média de câmbio comercial em todo o período analisado, cotado a R\$ 5,65/US\$ 1,00, enquanto o dólar turismo de março de 2021 (R\$ 5,89/ US\$ 1,00) continua no topo da série histórica.

Os primeiros meses de 2022 foram marcados por quatro meses consecutivos de queda na média mensal da taxa de câmbio, saindo de R\$ 5,53 em janeiro para R\$ 4,75/US\$ 1,00 em abril, mês com a menor taxa de câmbio comercial e turismo mais baixa desde fevereiro de 2020, antes do início da pandemia. Todavia, de maio de 2022 a julho de 2022 o dólar comercial e turismo voltou a crescer e ultrapassar a barreira dos R\$ 5,00/US\$ 1,00, havendo uma nova queda em agosto, mas mantendo-se assim da barreira dos cinco reais. Após o fechamento de agosto, o dólar apresentou mais duas altas, chegando a R\$5,25/US\$1,00 em outubro. Com os dados de agosto e setembro, o terceiro trimestre assume a cotação média mais alta do ano com R\$5,25/US\$ 1,00. O mesmo valor para o dólar turismo (R\$5,43). Julho se mantém como o mês com a maior cotação desde janeiro de 2022 com a média em

R\$ 5,37/US\$ 1,00 comercial e R\$ 5,54/US\$ 1,00 turismo. Outubro de 2022 presenciou uma média 5,23% menor o mesmo mês do ano anterior. Dos dez meses analisados de 2022, cinco estiveram uma variação positiva mensal e três anual - com destaque para os meses de março (-12%) e abril (-14,46%) no comparativo de 12 meses.

A Tabela 2.4 apresenta o comportamento das taxas de câmbio comercial, turismo e a taxa de câmbio comercial deflacionada pelo IPCA.

Tabela 2.4 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) – jan./20-out./2022

| Mês | dólar comercial venda (média mensal) | variação % mensal | variação % em 12 meses | dólar deflacionado | dólar turismo (média mensal) |
|--------|---|----------------------|---------------------------|-----------------------|---------------------------------|
| jan-21 | 5,356 | 4,094 | 29,083 | 5,972 | 5,600 |
| fev-21 | 5,417 | 1,125 | 24,775 | 5,988 | 5,657 |
| mar-21 | 5,646 | 4,240 | 15,608 | 6,184 | 5,889 |
| abr-21 | 5,562 | -1,488 | 4,442 | 6,073 | 5,782 |
| mai-21 | 5,290 | -4,885 | -6,255 | 5,730 | 5,500 |
| jun-21 | 5,031 | -4,898 | -3,181 | 5,420 | 5,206 |
| jul-21 | 5,157 | 2,480 | -2,339 | 5,502 | 5,361 |
| ago-21 | 5,252 | 1,843 | -3,836 | 5,555 | 5,447 |
| set-21 | 5,280 | 0,533 | -2,219 | 5,520 | 5,494 |
| out-21 | 5,540 | 4,930 | -1,525 | 5,721 | 5,752 |
| nov-21 | 5,557 | 0,305 | 2,566 | 5,685 | 5,775 |
| dez-21 | 5,651 | 1,701 | 9,830 | 5,739 | 5,875 |
| jan-22 | 5,534 | -2,075 | 3,321 | 5,590 | 5,745 |
| fev-22 | 5,196 | -6,099 | -4,060 | 5,197 | 5,385 |
| mar-22 | 4,968 | -4,391 | -12,004 | 5,045 | 5,144 |
| abr-22 | 4,758 | -4,234 | -14,457 | 4,780 | 4,922 |
| mai-22 | 4,955 | 4,141 | -6,351 | 4,955 | 5,122 |
| jun-22 | 5,049 | 1,900 | 0,344 | 4,997 | 5,221 |
| jul-22 | 5,368 | 6,315 | 4,099 | 5,349 | 5,536 |
| ago-22 | 5,143 | -4,187 | -2,065 | 5,143 | 5,336 |
| set-22 | 5,237 | 1,821 | -0,809 | 5,268 | 5,433 |
| out-22 | 5,250 | 0,255 | -5,229 | 5,250 | 5,453 |

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

2.4 Considerações finais

O presente cenário da taxa de básica de juros é de manutenção da agenda contracionista da política monetária, em virtude, principalmente, do cenário externo, da persistência inflacionária no país e das incertezas atribuídas ao cenário fiscal do novo governo. O ritmo de reajuste da Selic foi reduzido a ponto de haver a manutenção do seu patamar nas três últimas reuniões, mas, apesar disso, a autoridade monetária continua vigilante com a possibilidade de uma deterioração das condições

fiscais e externas, além da procura pela ancoragem das expectativas dos agentes dentro do centro da meta no futuro, o que pode implicar em uma nova rodada contracionista. A despeito do comitê indicar que a decisão de manter a Selic em 13,75% possa, ao mesmo tempo que assegura a estabilidade de preços, suavizar a flutuação da atividade econômica e fomentar o pleno emprego, o impacto desta agenda monetária no crescimento econômico e sua efetividade no controle inflacionário dos últimos meses merece uma análise mais aprofundada, uma vez que não discute a adoção de políticas de controle de preços mais direcionadas e mantém os juros reais do país entre os mais altos do mundo.

Como destacado na carta de conjuntura antecedente, antes da elevação da taxa básica de juros no início de 2021, ocorreu uma alta significativa ao tomador final, decorrente da elevação dos *spreads* naquele mês, um movimento em resposta à alta na demanda por crédito no período, uma vez que a taxa de inadimplência pouco se alterou. Desde então, o cenário de encarecimento do crédito ao tomador final continua, tanto pelo *spread* quanto pela manutenção da política monetária contracionista por parte do COPOM. Por sua vez, a inadimplência começa a apresentar um comportamento que destoa da média dos últimos quatro anos, ainda que seu impacto na determinação do *spread* precise ser mais bem avaliado.

O comportamento dos *spreads* no primeiro semestre de 2022, diferente de 2021, apresentou um crescimento contínuo, com exceção da leve oscilação no mês de maio. Nesse cenário, os *spreads* do mês de outubro de 2022 fecharam em patamar não visto desde agosto de 2019, antes da pandemia. Todavia, diferente do averiguado na carta de conjuntura anterior, o nível da inadimplência de outubro de 2022 supera os patamares de 2019. Desta feita, compreender o encarecimento do crédito para o tomador final requer, além da averiguação da política monetária do COPOM, reconhecer os determinantes do aumento do *spread*, incluindo o avanço da inadimplência nos últimos meses. Ao mesmo tempo, a elevação da inadimplência pode ser reflexo do aumento no custo do crédito. Ou seja, é um processo que se retroalimenta.

No que diz respeito ao desempenho do mercado de crédito, todos os indicadores, seja com base nos recursos livres, seja para o crédito direcionado, apresentaram altas significativas em termos nominais na base de comparação em 12 meses, mantendo a tendência vista nas últimas cartas. A análise trimestral vai no mesmo sentido de aumento dos recursos (livres e direcionados). Por sua vez, diferente do constatado nas três cartas de conjuntura anteriores, o crédito como proporção do PIB do terceiro trimestre de 2022 (54,40%) ficou acima da média registrada nos últimos quatro anos, enquanto o segundo trimestre e do primeiro trimestre se mantiveram estáveis dentro da mesma base

de comparação. Provavelmente a elevação no crédito a despeito do aumento nos custos ao tomador final se deve pelo fato das famílias continuarem precisando se endividar para compensar a perda do poder de compra.

Em termos da taxa de câmbio, a volatilidade do real continua a ser um aspecto marcante. Entre junho e dezembro de 2021, predominou o sentido de depreciação da moeda doméstica, a despeito da elevação na taxa de juros. A partir de janeiro de 2022 parecia haver uma tendência de apreciação, mas que durou apenas até abril. Julho apresentou a maior depreciação desde abril de 2020, no auge das incertezas do mercado financeiro por conta da pandemia. Cabe ainda destacar que a taxa de câmbio média de setembro, outubro e novembro ficou em 5,23, 5,24, 5,27, respectivamente, com taxa de juros de 13,75% a.a. Já de dezembro de 2020 registrou a taxa média de 5,15, quando a taxa de juros era de apenas 2% a.a. A trajetória recente da taxa de câmbio do real demonstra como sua determinação é complexa. Contudo, uma análise mais aprofundada foge do escopo da presente seção e será complementada nas seções 4, 5 e 8.

Mauricio Andrade Weiss e Rafael Caminha Pahim

3 POLÍTICA FISCAL: auxílios revertem parte do superávit

3.1 Receitas do Governo Central

Entre janeiro e outubro de 2022, as receitas totais do governo central cresceram 12,8% em termos reais em relação ao mesmo período de 2021.

O Imposto de Renda cresceu 18,3% em termos reais, incremento também da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (+27,9%). Continua em elevação a arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras nas concessões de crédito (+ 16,25%). A arrecadação da Cofins caiu, impactada pela redução do tributo nos combustíveis:-6,1%.

As receitas derivadas da exploração de recursos naturais apresentaram incremento considerável: +31,8%. A arrecadação do Regime Geral de Previdência Social continua aumentando (+7,4%), tanto pela arrecadação do Simples Nacional, quanto pelo crescimento de empregos e da massa salarial.

A política de redução de tributos nos importados e de industriais impactou no IPI, queda de 20,7% e no imposto de importação, -12,2%.

Já a contribuição dos servidores federais caiu 12,1%, em virtude da redução dos salários reais.

Concessões e Permissões cresceram 493,2%, em virtude de privatizações e concessões de blocos de petróleo no primeiro semestre de 2022. Já os dividendos de estatais cresceram 227,1%, principalmente devido ao lucro da Petrobras.

3.2 Despesas do Governo Central

A despesa total do governo central cresceu 2,3% em termos reais no acumulado entre janeiro e outubro de 2022 na comparação a 2021.

O destaque das despesas está na redução dos salários e encargos dos servidores federais, no acumulado dos dez primeiros meses, houve uma queda de 6,8%, o que representa R\$ 20,1 bilhões. A despesa com pessoal, em participação do PIB, está no nível mais baixo desde o início da série histórica, em 1997. Desde o ponto máximo do valor real com a despesa de pessoal, em abril de 2018, a queda foi de 23,5%. No acumulado em doze meses, o valor é o mesmo do que em setembro de 2010.

A complementação da União para o FUNDEB teve um crescimento expressivo de +43,5%, em razão da instituição do novo FUNDEB, o percentual de contribuição da União aumentou de 12% para 15% do total do fundo de 2021 para 2022.

A principal despesa da União, os benefícios previdenciários, apresentou elevação de 1,7% na comparação anual em termos reais, porém, há uma defasagem considerável de aposentadorias para serem concedidas, geradas pela falta de pessoal no INSS.

Desde dezembro de 2021, a despesa com o Auxílio Brasil vem crescendo consideravelmente. Na comparação de outubro de 2022 com o mesmo mês do ano anterior, houve uma elevação de 233,3% de crescimento em termos reais.

Cabe nota também o aumento no subsídio ao Proagro (Programa de Garantia da Atividade Agropecuária), e a Equalização de Investimentos Rural e Agroindustrial.

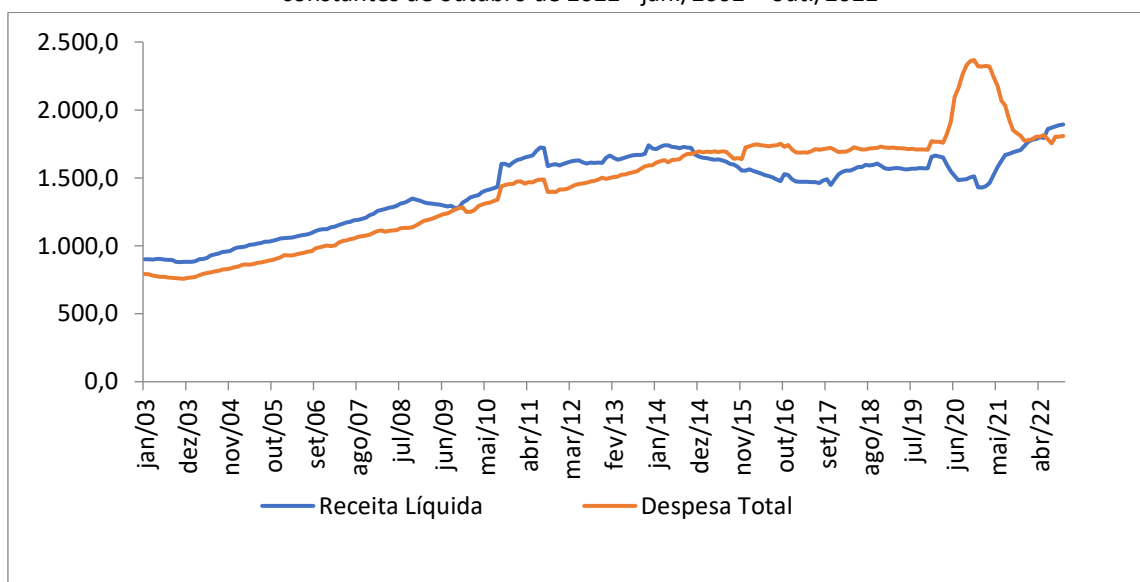
Os Créditos Extraordinários reduziram 70,6%, em virtude da redução das despesas associadas às medidas de combate ao Covid-19.

3.3 Resultado do Governo Central

O resultado acumulado no período janeiro a outubro de 2022 passou de um déficit de R\$ 53,1 bilhões em 2021 para um superávit de R\$ 64,41 bilhões em 2022. Em termos reais, a receita líquida apresentou acréscimo de 11,2% e a despesa total cresceu 2,3%

O Gráfico 3.1. demonstra que após mais de oito anos, a receita líquida superou a despesa total, desde maio de 2022. De um lado houve redução de despesas com pessoal e aumento de receitas de concessões e privatizações e, de outro, houve elevação de gastos assistenciais e redução de tributos como IPI, II, Cofins e Cide.

Gráfico 3.1– Receita Líquida e Despesa Total do Governo Central, acumuladas em 12 meses, em R\$ bilhões, valores constantes de outubro de 2022 - jan./2002 – out./2022



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

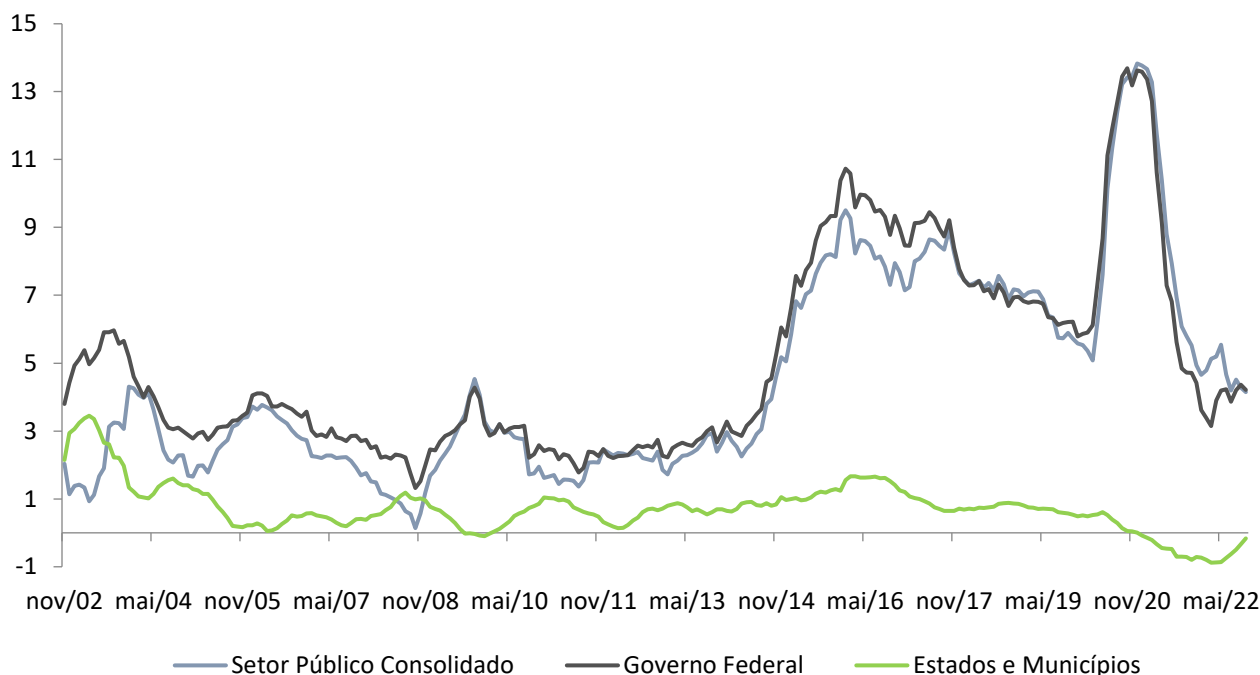
3.4 Resultado nominal do Setor Público

O resultado nominal do Setor Público consolidado entre novembro de 2021 e outubro de 2022 foi deficitário em R\$ 400,1 bilhões, o que significa um déficit nominal de 4,21% do PIB. Em outubro de 2021, essa monta estava em 4,68% do PIB. O déficit nominal vinha caindo até julho de 2022, depois passou a subir.

Estados e municípios estavam registrando atípicos superávits fiscais, em virtude de congelamento salariais e elevação de receitas advindas da variação de preços de energia e combustíveis. A partir de maio de 2022, começou a ter reversão do superávit, aproximando-se do equilíbrio fiscal, ainda que no acumulado de 12 meses haja um superávit de R\$ 15,6 bilhões.

O Gráfico 3.2 demonstra os superávits dos entes subnacionais. Com relação ao governo federal, o resultado nominal melhorou até maio de 2022 e passou a piorar devido a despesas com juros e auxílios concedidos.

Gráfico 3.2 – Déficits Nominais acumulados em 12 meses (NFSP), em % PIB - nov./2002 – out./2022



Fonte: Banco Central do Brasil.

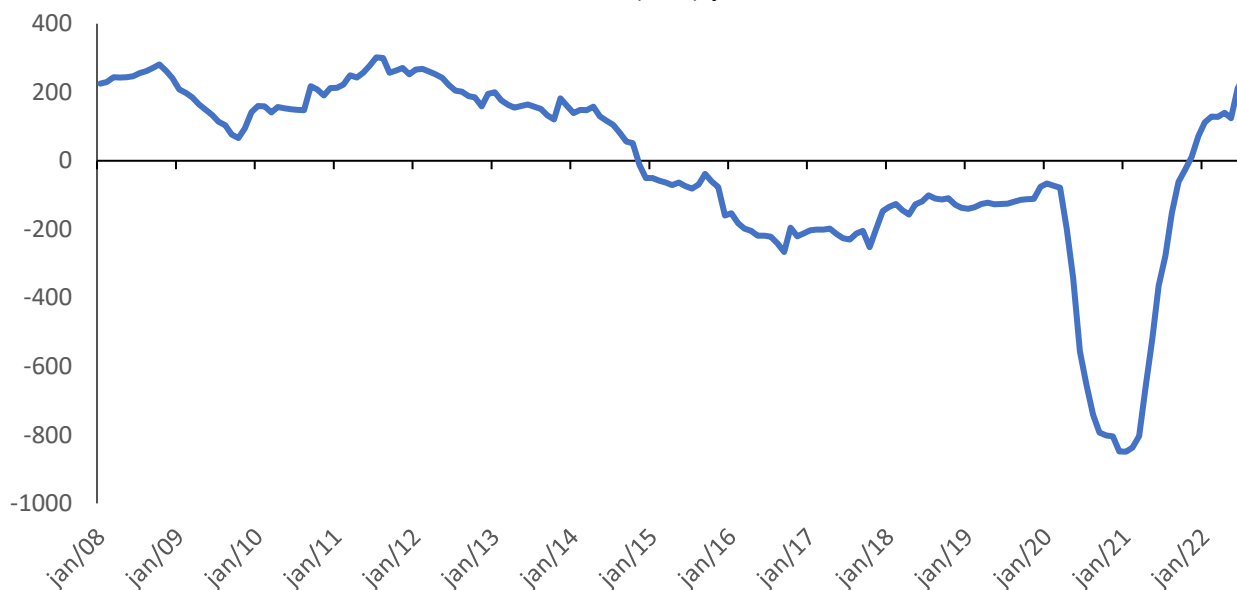
3.5 Resultado primário do Setor Público

O resultado primário do Setor Público consolidado no acumulado entre novembro de 2021 e outubro de 2022 foi superavitário em R\$ 179,5 bilhões em termos reais, a preços de outubro de 2022, de acordo com os dados da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) do Banco Central. Em outubro de 2021, havia um déficit acumulado de R\$ 26,3 bilhões, deflacionado pelo IPCA.

Houve elevação do primário até o mês de julho de 2022, nos meses seguintes inverteu-se a tendência em função da ampliação de transferências assistenciais no Auxílio Brasil, para caminhoneiros e taxistas e também pela redução de tributos. Isso explica as inflexões no Gráfico 3.3.

Em participação do PIB, o superávit primário ficou em 1,88%. Em outubro de 2021, o déficit primário era de 0,29% do PIB.

Gráfico 3.3 – Resultado Primário do Setor Público Consolidado, acumulado em 12 meses, em R\$ bilhões, a preços constantes de abril de 2022 (IPCA), jan./2008 – out./2022



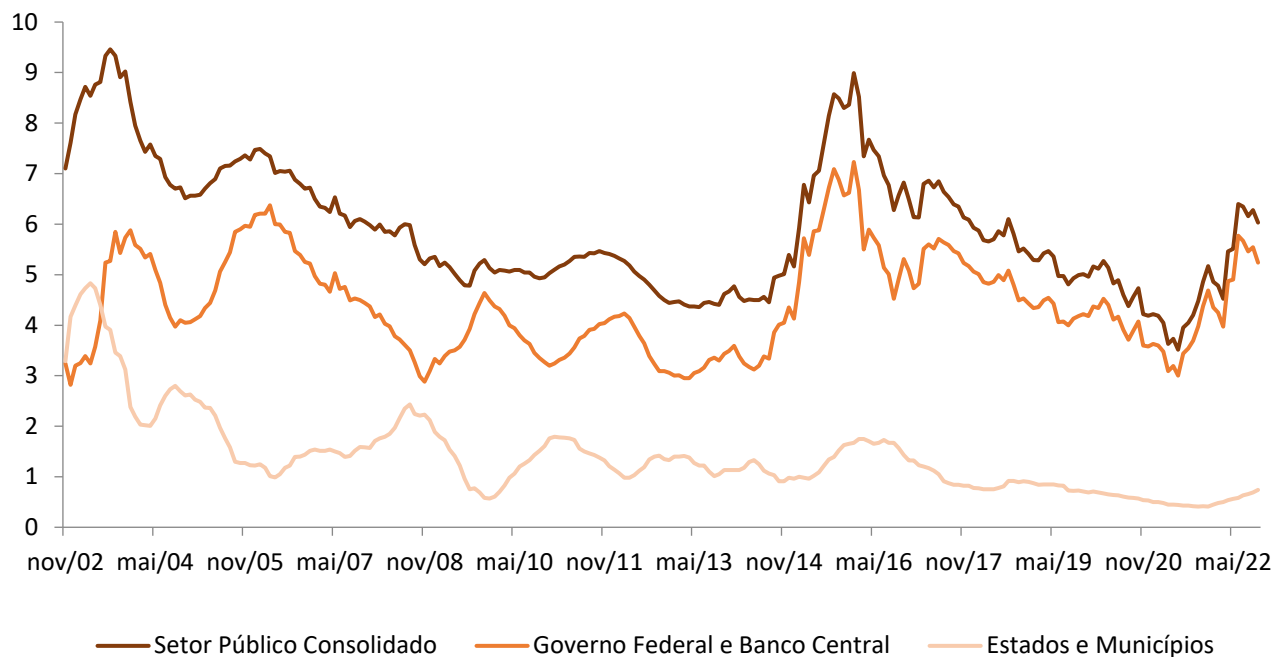
Fonte dos dados brutos: Banco Central do Brasil.

3.6 Juros nominais do Setor Público

Os juros nominais pagos pelo Setor Público consolidado totalizaram R\$ 573,1 bilhões (6,0% do PIB) no acumulado entre novembro de 2021 e outubro de 2022. Esse valor representa uma elevação de 41,0% na despesa real com juros em comparação a outubro de 2021, atualizado pelo IPCA. Dessa monta, R\$ 4,5 bilhões foram pagos pelas estatais, R\$ 70,5 bilhões por estados e municípios e o governo central respondeu por R\$ 478,0 bilhões.

Em outubro de 2021, a despesa com juros nominais foi de 4,44% do PIB. A despesa com juros aumentou de patamar em junho de 2021, ainda que nos meses mais recentes tenha caído. Essas alterações estão visíveis no Gráfico 3.4, da série histórica do pagamento de juros.

Gráfico 3.4 – Juros Nominais acumulados em 12 meses, % PIB - nov./2002 – out./2022

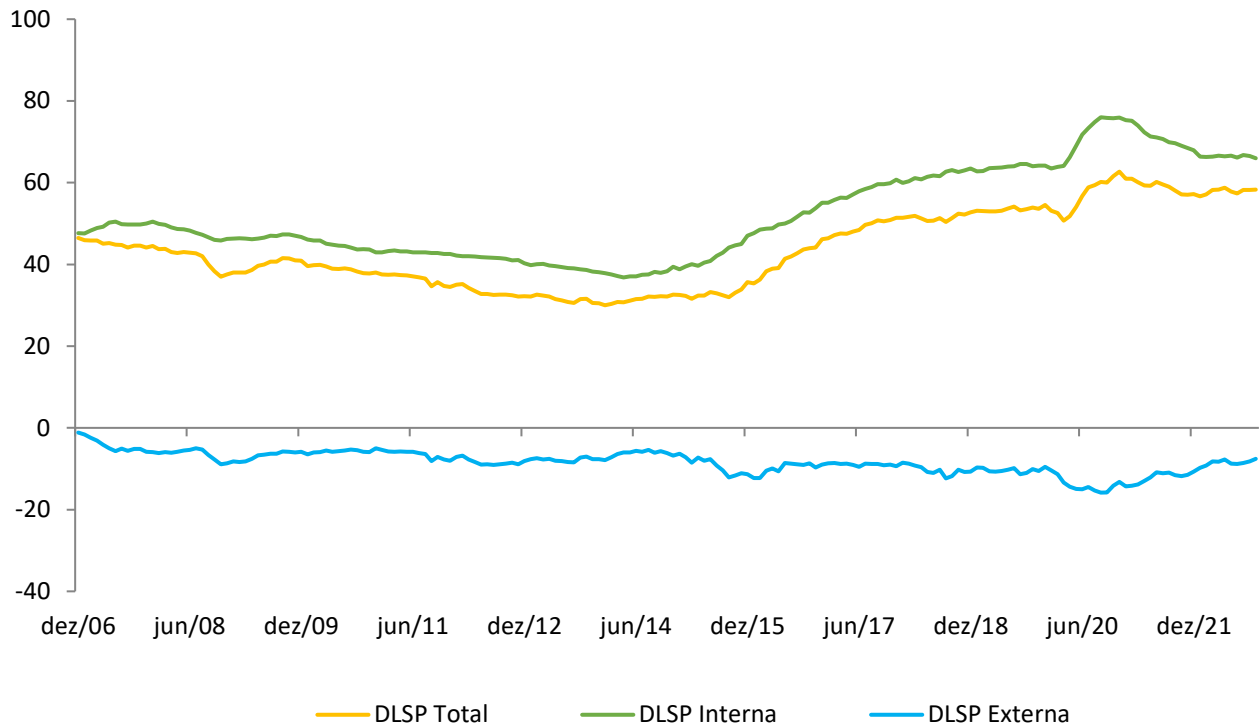


3.7 Dívida do Setor Público

A dívida líquida do Setor Público consolidado atingiu em outubro de 2022 o valor de R\$ 5,54 trilhões, chegando ao patamar de 58,33% do PIB. Em outubro de 2021, ela estava em 57,16 % do PIB, o que representa certa estabilidade. Já a dívida líquida interna está em 65,9% do PIB e há um ano era 69,0%. A dívida líquida externa é de – 7,61% do PIB e estava em -11,8% há um ano, nessa medida, a dívida externa líquida aumentou.

O Gráfico 3.5 explicita o patamar da dívida líquida interna e do total nos últimos meses.

Gráfico 3.5 – Dívida Líquida do Setor Público, % PIB - dez./2006 – out./2022

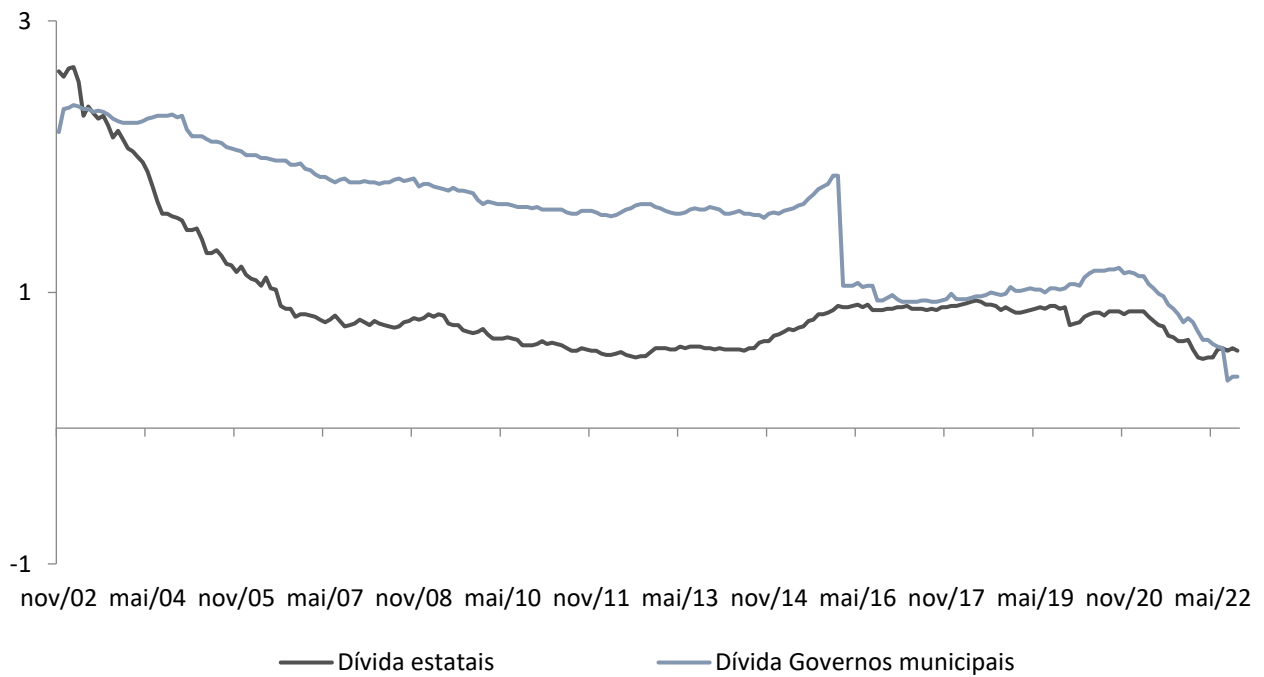


Fonte: Banco Central do Brasil.

As estatais vêm reduzindo seu endividamento nos últimos anos, desempenho explicado parcialmente pela política de desinvestimentos e de privatizações. O patamar atual é de 0,57 % do PIB e há um ano era de 0,64 %. Os governos municipais vêm de uma longa trajetória de redução de endividamento, em um patamar atual de 0,38 % do PIB e há um ano era de 0,84 %, conforme apresenta o Gráfico 3.6.

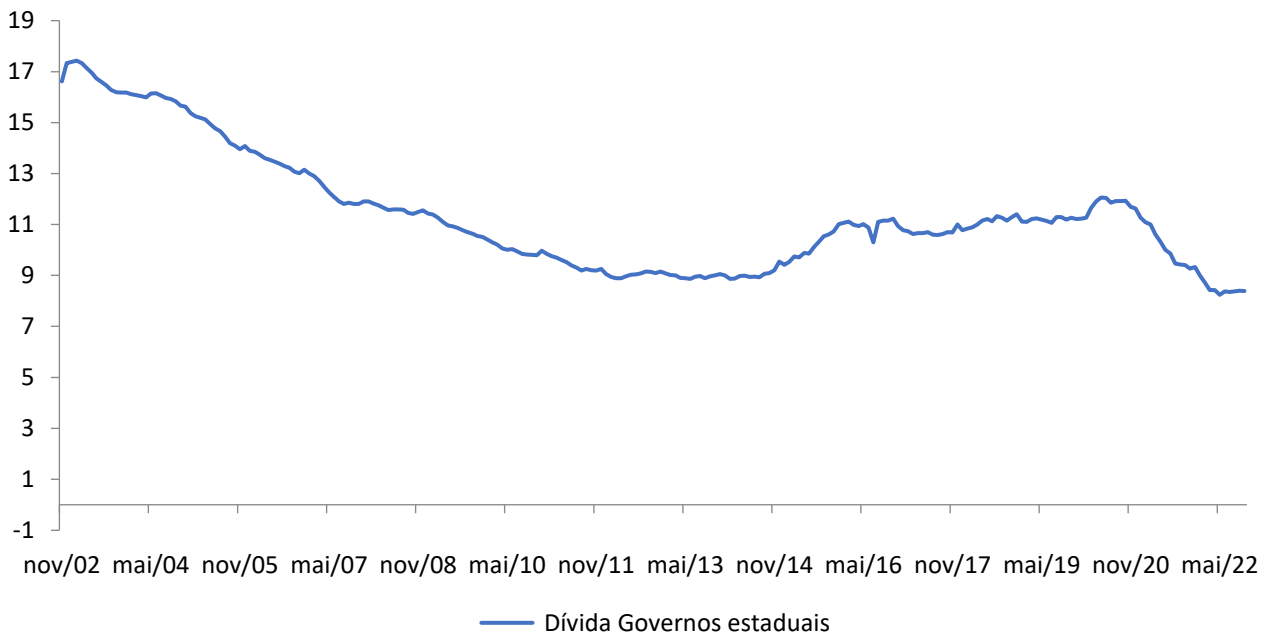
Já o Gráfico 3.7 apresenta o endividamento dos governos estaduais, os quais também vêm reduzindo, com variação em fevereiro de 2022. Atualmente, eles devem 8,39% do PIB e há um ano era 9,41%.

Gráfico 3.6 – Dívida Líquida de estatais e dos governos municipais, % PIB - jul./2002 – out/20.22



Fonte: Banco Central do Brasil.

Gráfico 3.7 – Dívida Líquida dos governos estaduais, % PIB, - nov./2002 – out./2022



Fonte: Banco Central do Brasil.

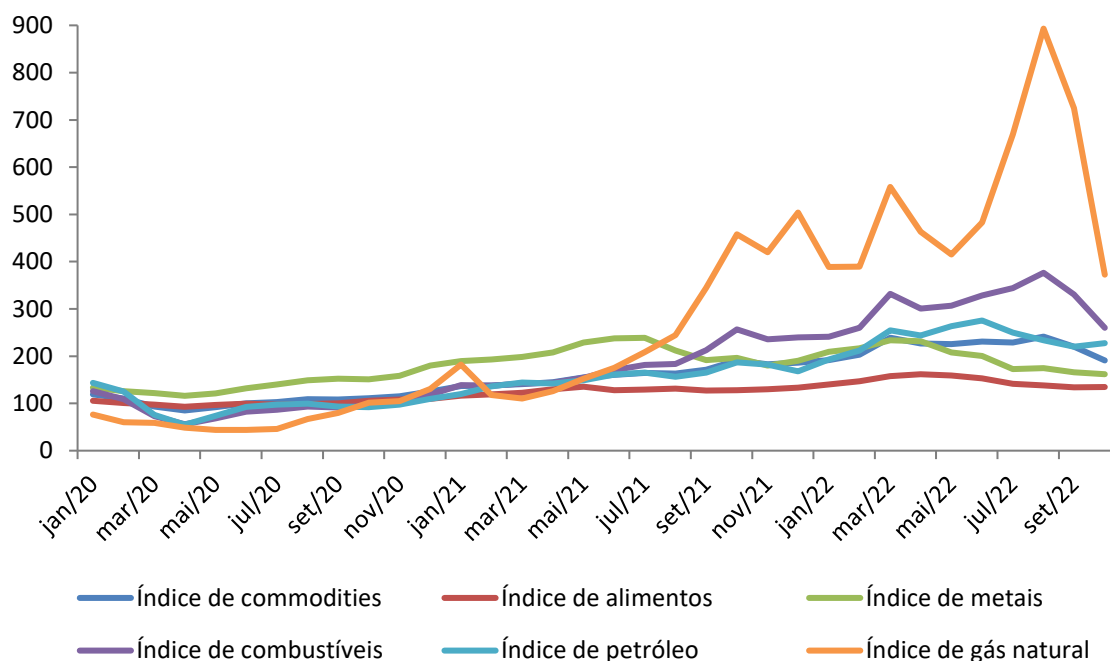
Róber Iturriet Avila

4 INFLAÇÃO: possível pico da inflação mundial e fim do ciclo de deflação no Brasil

A inflação mundial segue alta, mas exibe sinais de ter alcançado o seu ápice. No entanto, apesar de apresentar evidências de desaceleração, permanece em um elevado patamar. Nesse sentido, o índice de *commodities* do Fundo Monetário Internacional (FMI) apresentou arrefecimento desde julho, com uma queda de 17,4% entre outubro e junho de 2022, de acordo com o Gráfico 4.1.

Como destaque, está a queda no preço do gás natural, o que pode ser relacionado, por hipótese, aos estoques elevados na Europa e à política de *lockdowns* na China. Com relação ao preço do petróleo, após a queda no trimestre de julho a setembro de 2022, apresentou alta em outubro, mas voltou a cair no mês de novembro. Por sua vez, os alimentos estão em desaceleração desde maio, com queda de 16,6% em outubro, em relação a abril deste ano.

Gráfico 4.1 - Índice dos preços internacionais de *commodities* - jan./2020 a out./2022

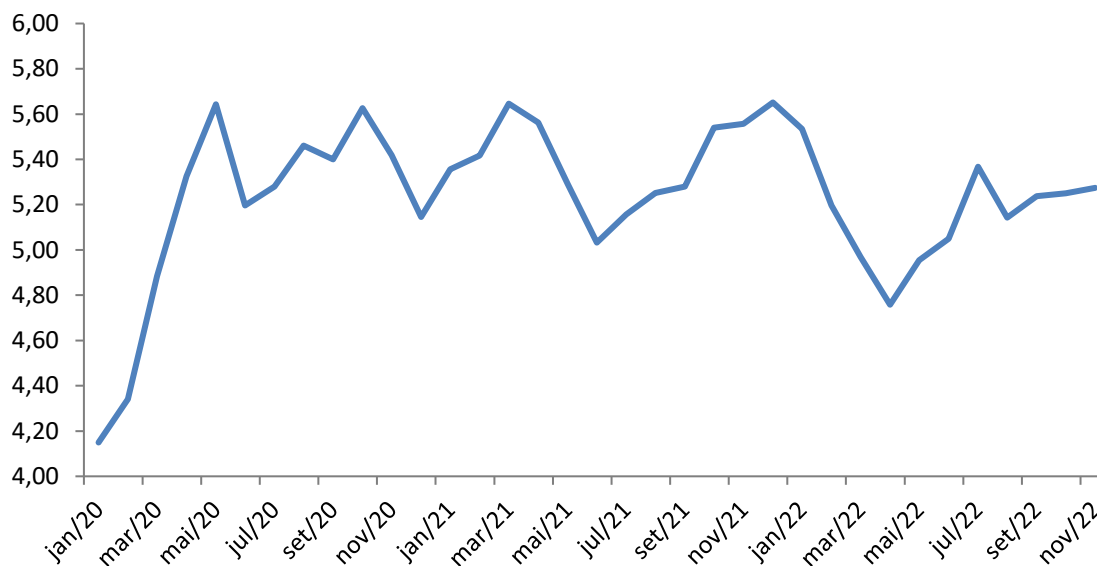


Fonte: FMI. Nota: 2016=100.

No que tange à taxa de câmbio, um importante determinante da inflação, verificou-se uma queda em agosto e um aumento no período setembro a novembro de 2022. A taxa de câmbio, que foi de R\$ 5,27 em média em novembro, representa uma queda de 5,1% em relação ao mesmo mês de 2021, mas um aumento de 10,9% em comparação com o piso alcançado em abril de 2022, que

foi de R\$ 4,76. Vale ressaltar que esse movimento de alta da taxa de câmbio no Brasil, a partir de maio, é acompanhado pela valorização do dólar, a nível mundial.

Gráfico 4.2 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) - jan./2020 a nov./2022



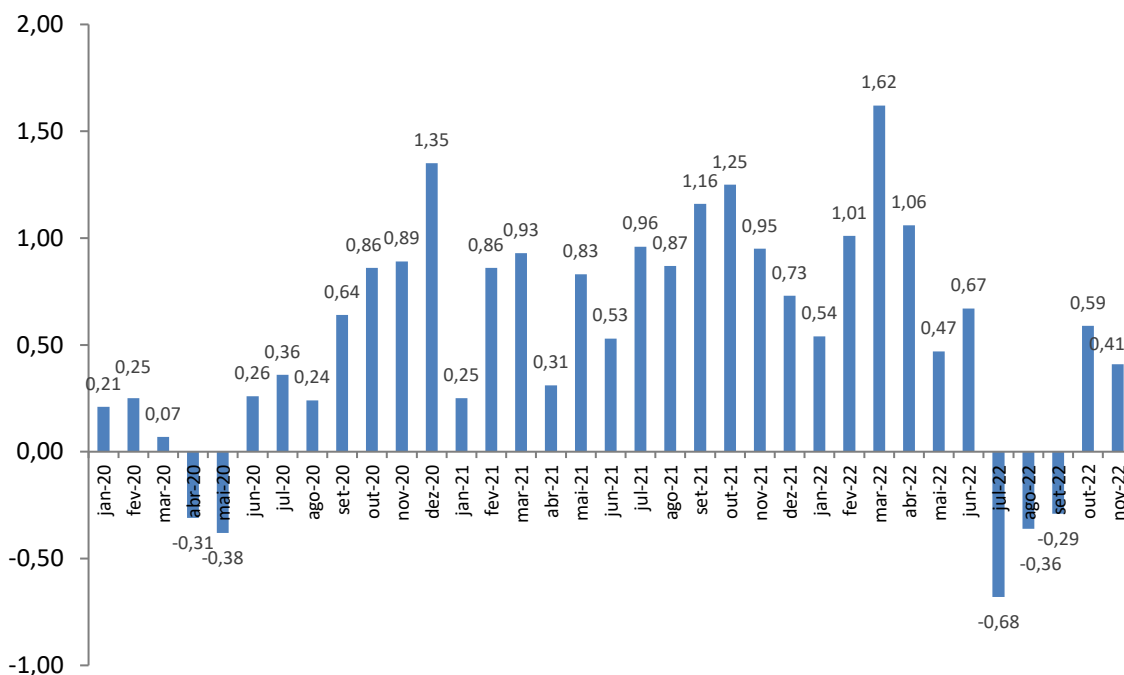
Fonte: Banco Central do Brasil.

Diante disso, a inflação no Brasil apresentou deflação histórica no trimestre entre julho e setembro de 2022. Conforme a última Carta de Conjuntura do NAPE, pode ser relacionado a esse evento não apenas a queda das *commodities*, mas a alteração na tributação dos combustíveis e da energia elétrica. Vale lembrar também que, a Petrobrás reduziu os preços praticados nas refinarias, nesse período.

No entanto, em outubro e em novembro, o País voltou a apresentar uma variação positiva do IPCA, o que encerra o ciclo de deflação precedente. Conforme o Gráfico 4.3, a inflação foi 0,59% e de 0,41%, respectivamente em outubro e em novembro de 2022.

Por outro lado, o IPCA de novembro representa a menor taxa para o mês, desde 2018 e uma desaceleração em relação ao mês anterior. Os principais destaques de alta no mês foram: vestuário, transportes e alimentos. A contribuição mais importante para o índice mensal foi a variação do preço da gasolina (2,99%), influenciada, entre outros fatores, pela alta sazonal do preço do etanol.

Gráfico 4.3 - IPCA (%) mensal - Brasil - jan./20 a nov./2022

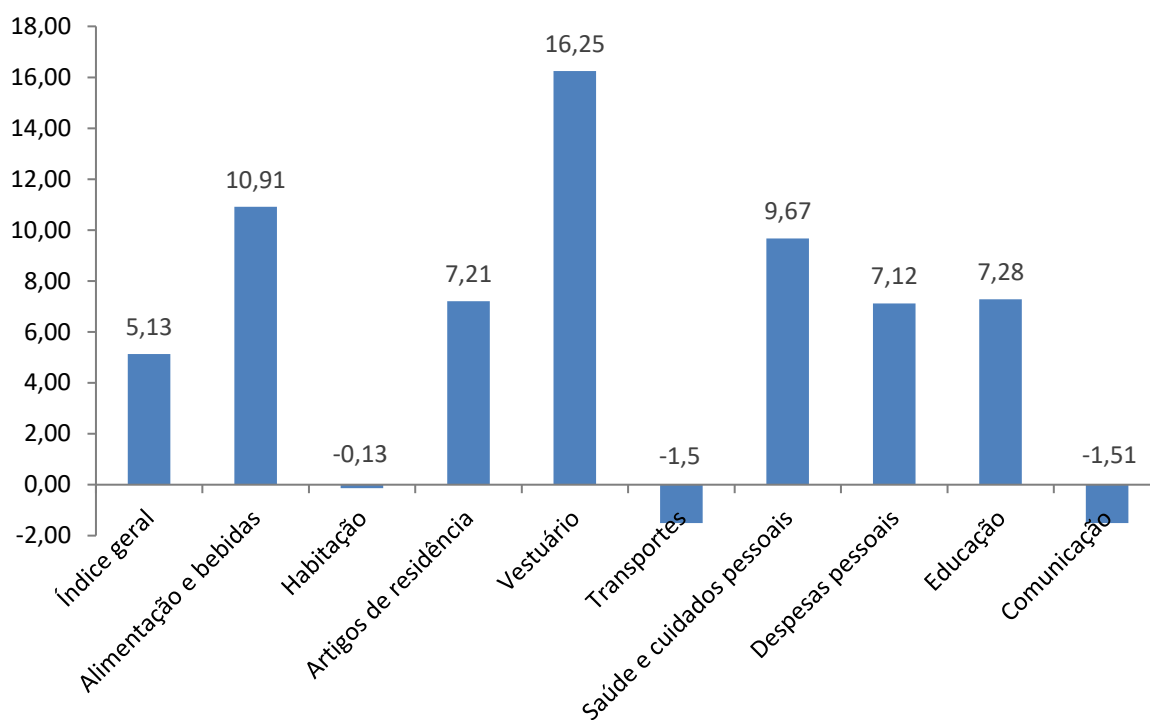


Fonte: IBGE.

Já a inflação acumulada no ano até o mês de novembro é de 5,13%, acima da meta de inflação que é de 3,5%, mesmo considerando a banda de tolerância de 1,5 ponto percentual para cima ou para baixo. Vestuário (16,25%) e alimentação e bebidas (10,91%) foram os grupos com as maiores altas, conforme o Gráfico 4.4. Por outro lado, habitação (-0,13%), transportes (-1,50%) e comunicação (-1,51%) registraram deflação no período.

No grupo da habitação, a energia elétrica registrou queda de 19,17% em meio à mudança da bandeira tarifária e à alteração na tributação que abarcou esse setor. Já nos transportes, a gasolina registrou deflação (-25,00%), enquanto o diesel apresentou taxa positiva de 25,47%, no mesmo intervalo.

Gráfico 4.4 - IPCA (%) acumulado no ano - Brasil - nov./2022

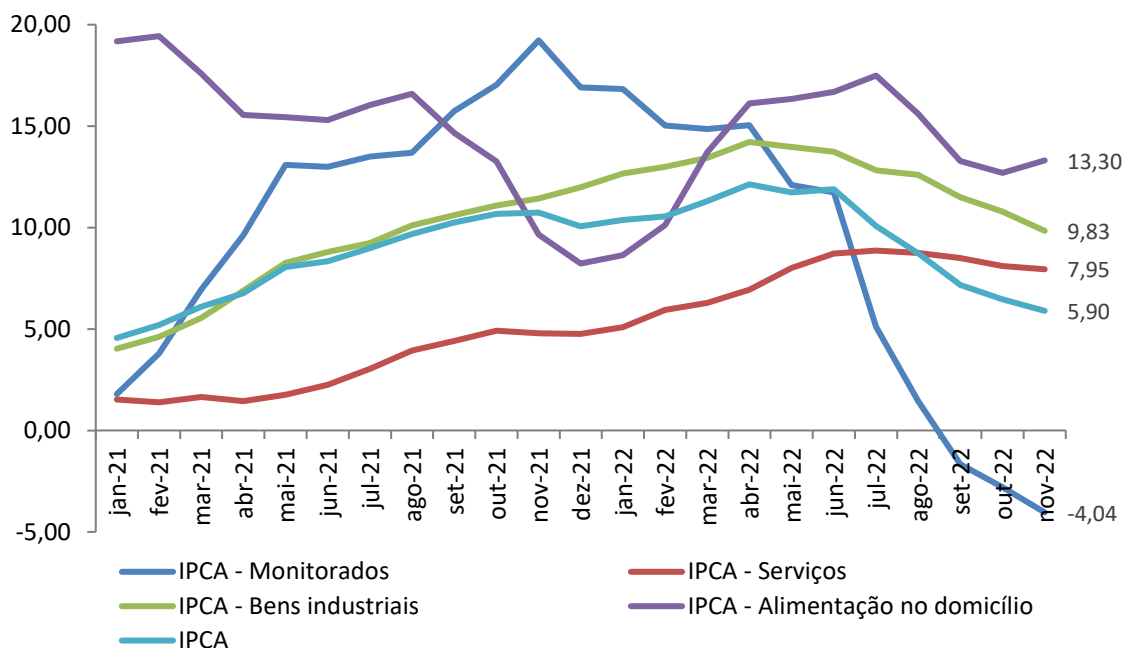


Fonte: IBGE.

No que concerne ao IPCA acumulado em 12 meses, após alcançar 12,13% em abril de 2022, caiu para 5,90% em agosto, de acordo com o Gráfico 4.5. As principais categorias registraram perda de fôlego na inflação, enquanto o grupo dos monitorados registrou deflação entre julho e setembro, por influência da dinâmica de preços da energia elétrica e dos combustíveis, conforme argumentado acima.

Entretanto, a alimentação no domicílio (13,30%) permanece com inflação de dois dígitos, o que prejudica o poder de compra da população, especialmente das camadas mais pobres. Os bens industriais passaram para uma inflação de um dígito no acumulado em 12 meses em novembro (9,83%), diante do movimento de melhora nas cadeias globais de suprimento, impactadas pela pandemia. Por fim os serviços, que registraram aceleração da inflação em setembro e outubro, reduziram a taxa em novembro, totalizando 7,95% em 12 meses.

Gráfico 4.5 – IPCA (%) acumulado em 12 meses – Alimentação no domicílio, monitorados, serviços e bens industriais – jan./2021 a nov./2022



Fonte: IBGE; Banco Central do Brasil.

Com relação à difusão do IPCA, ou seja, a parcela dos itens que registraram alta no último mês, verificou-se um percentual de 58,62%, em novembro. Esse patamar é inferior à máxima do ano no mês de abril (78,25%) e abaixo do percentual do mesmo mês do ano anterior (63,13%). No entanto, ainda se encontra acima do nível de fevereiro de 2020 (49,34%), anterior à pandemia. Assim, mesmo diante do fim do ciclo de deflação no País, há sinais de enfraquecimento da dinâmica inflacionária, a qual permanece, no entanto, relativamente elevada.

Perspectivas e considerações finais

A partir da análise desenvolvida neste texto é possível observar sinais de arrefecimento das pressões inflacionárias, a nível mundial, no contexto de enfraquecimento dos preços internacionais de *commodities*. No Brasil, após o trimestre histórico de deflação registrado entre julho e setembro deste ano, os meses de outubro e novembro voltaram a ter variação positiva no índice de preços. Mesmo assim, a inflação permanece acima da meta de inflação do Banco Central, o que tende a manter os juros altos no início do próximo ano.

Clarissa Black

5 BALANÇO DE PAGAMENTOS: estabilidade antes da mudança

O balanço de pagamentos da economia brasileira até o mês de outubro de 2022 indicou elevação do déficit em transações correntes. Entre janeiro e outubro de 2021 o déficit em transações correntes foi de 30,1 bilhões de dólares enquanto no mesmo período de 2022 o déficit foi 44 bilhões de dólares (Tabela 5.1). No acumulado em doze meses encerrados em outubro o déficit em transações correntes foi de 60,3 bilhões de dólares. Esse resultado corresponde a um déficit de 3,31% do PIB, e implica em um retorno a patamares observados no período anterior a pandemia (Gráfico 5.1).

Tabela 5.1 – Balanço de pagamentos, em US\$ bilhões – 2021-2022.

| | Jan-Out/21 | Jan-Out/22 | Acumulado em 12 meses |
|---|--------------|--------------|--------------------------|
| I. Transações correntes | -30,1 | -44,0 | -60,3 |
| Balança comercial | 35,9 | 37,1 | 37,5 |
| Exportações | 238,6 | 285,4 | 330,8 |
| Importações | 202,7 | 248,3 | 293,3 |
| Serviços | -21,1 | -32,8 | -38,6 |
| Rendas primárias | -47,7 | -51,6 | -63,0 |
| Rendas secundárias | 2,7 | 3,3 | 3,7 |
| II. Conta capital | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| III. Conta financeira ⁽¹⁾ | -36,8 | -48,2 | -61,6 |
| Investimento direto líquido | -26,8 | -52,3 | -55,7 |
| Investimento em carteira ⁽²⁾ | -9,1 | 4,9 | 5,2 |
| Outros investimentos | -19,7 | -0,4 | -5,8 |
| Ativos de reserva | 18,8 | -0,5 | -5,3 |
| Erros e omissões | -6,8 | -4,4 | -1,6 |

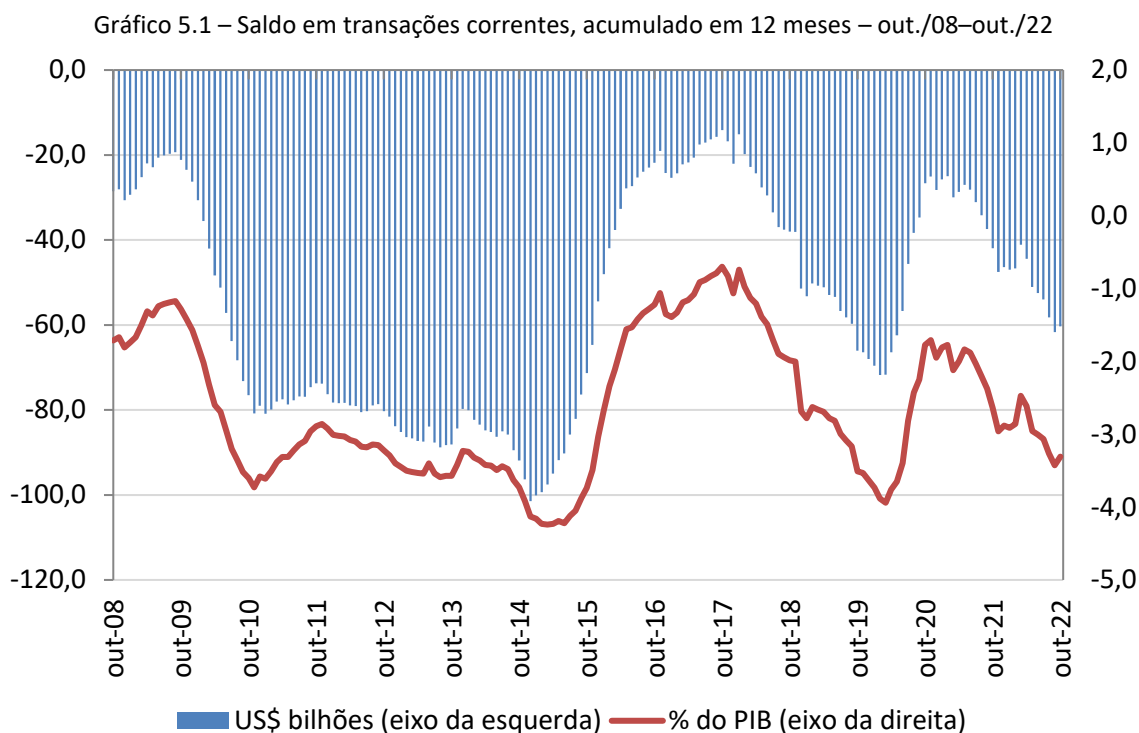
Fonte: Banco Central do Brasil (Estatísticas do Setor Externo, nota à imprensa divulgada em 25/11/22).

(1) Na conta financeira, o resultado negativo representa um aumento nos passivos externos e um ingresso de divisas no País, e vice-versa.

(2) Inclui derivativos.

A balança comercial e as rendas secundárias foram os componentes da conta de transações correntes que apresentaram saldos positivos. O destaque fica com a balança comercial que continua apresentando superávits, especialmente associados a exportação de commodities. Por outro lado, tanto a conta de serviços como a de rendas primárias apresentaram saldos negativos. Esses resultados são consistentes com a elevação conjuntural do crescimento da economia brasileira combinada com

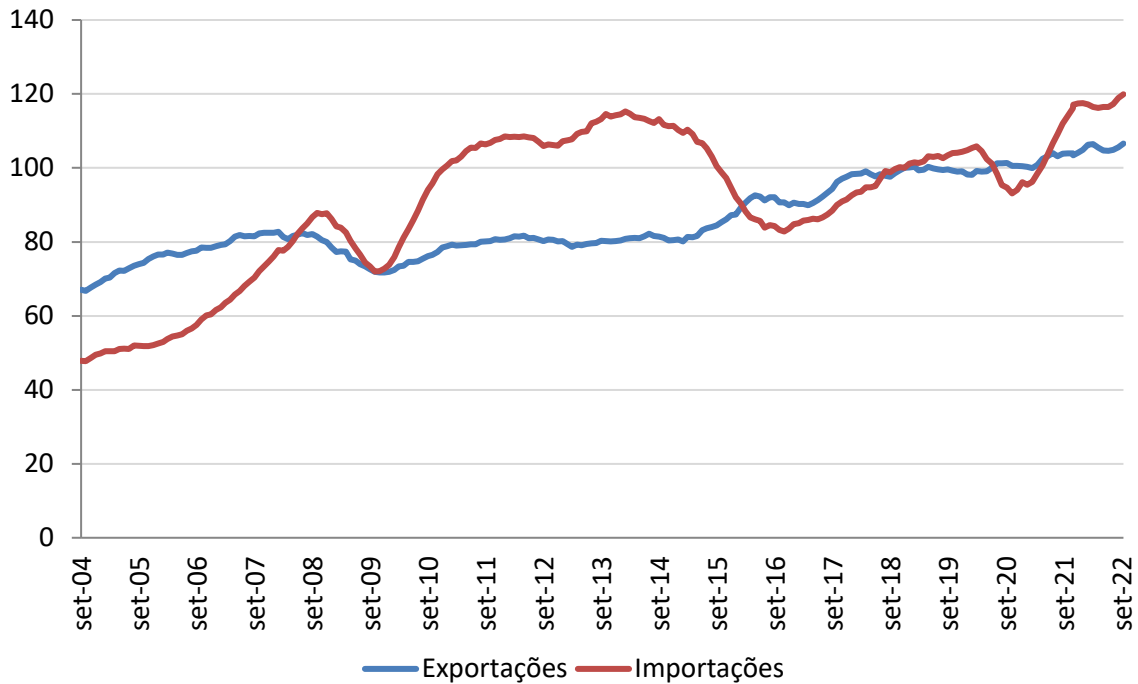
a superação da pandemia de Covid-19, na medida em que a elevação do nível de atividade implicou em maior pressão na conta de serviços, notadamente transportes e viagens.



A conta financeira apresentou continuidade na elevação dos investimentos estrangeiros diretos no país identificados nesta carta anteriormente. A trajetória do investimento em carteira também se manteve, o que implicou na continuidade do movimento de saída de capitais do país. O conjunto dos resultados resultou em variação negativa de reservas nos últimos 12 meses no valor de 5,3 bilhões de dólares (Tabela 5.1). A conta capital não apresentou variações significativas.

5.1 Desempenho das exportações e importações

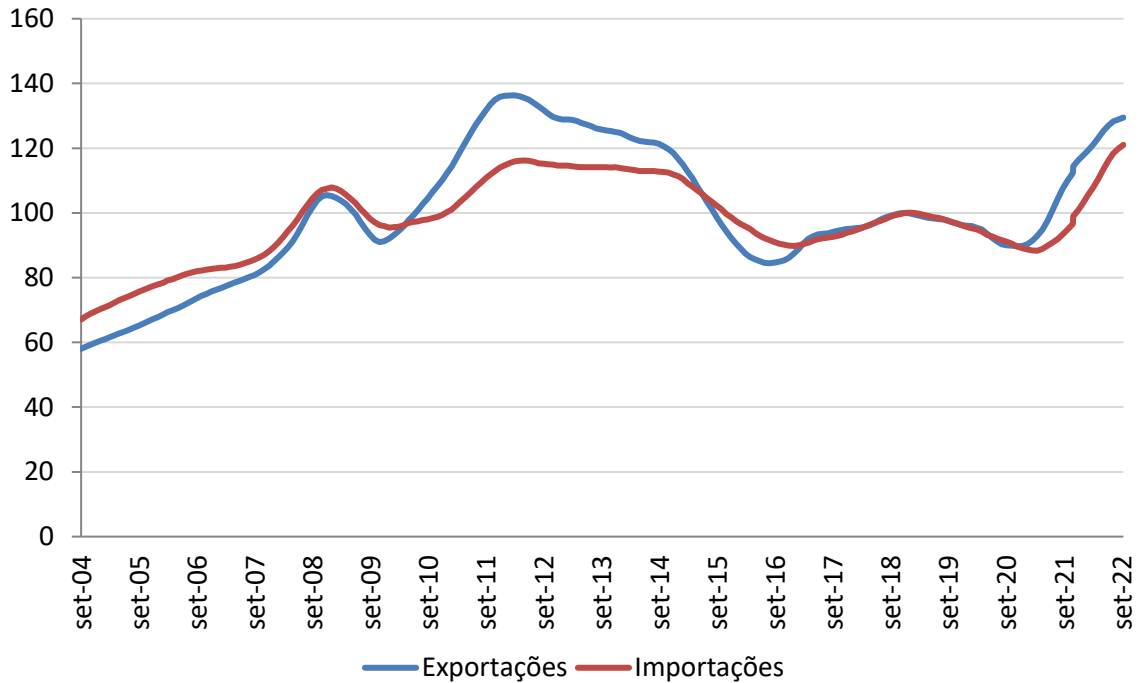
No que tange ao comércio externo observa-se que tanto o quantum de importações como o de exportações apresentaram modesta elevação na margem (Gráfico 5). O quantum importado sinaliza estabilização nos últimos meses após uma tendência de crescimento ao longo da pandemia.

Gráfico 5.2 – Índices de *quantum* das exportações e importações, base 2018 = 100, em média móvel de 12 meses – set./2004 - set./2022

Fonte: Funcex.

Os índices de preços tanto de exportações como de importações, apesar de manterem a trajetória de crescimento sinalizam tendência para estabilização na margem. (Gráfico 5.3). Existem indicações de consolidação dos efeitos advindos dos diversos choques ocorridos na economia internacional no último ano. Ainda assim a continuidade deste processo está sujeita a diversos riscos, inclusive os associados aos desdobramentos políticos do conflito na Europa Oriental. Elementos como os efeitos das medidas de combate a Covid-19 por parte das autoridades chinesas, bem como os efeitos do processo de elevação dos juros dos EUA tendem a condicionar a trajetória dos preços no curto prazo.

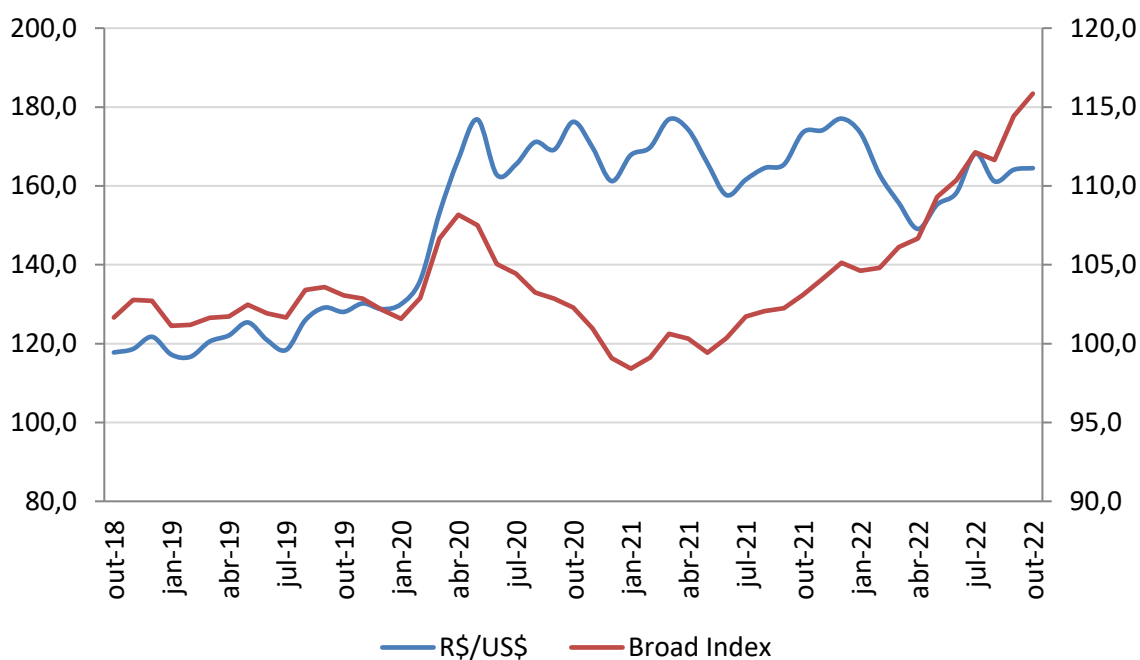
Gráfico 5.3 – Índices de preços das exportações e importações, base 2018 = 100, em média móvel de 12 meses – set./2004 - set./2022



Fonte: Funcex.

5.2 Reservas internacionais e taxa de câmbio

O Dólar Broad Index (gráfico 5.4) manteve a tendência de apreciação da moeda norte-americana nos últimos meses, como anteriormente indicado. Os fatores associados as tensões geopolíticas e a estratégia de combate à inflação da autoridade monetária estadunidense continuaram pesando no comportamento das taxas de câmbio. As recentes elevações das taxas de juros nos EUA e os sinais de que a inflação norte-americana não sinaliza arrefecimento tem condicionado o cenário e contribuído para o movimento de apreciação do dólar.

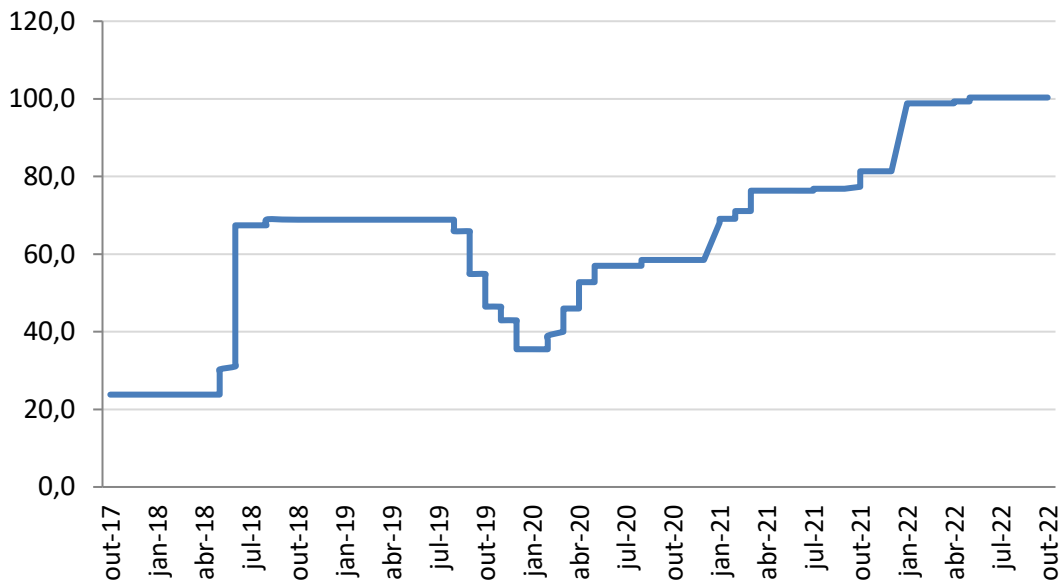
Gráfico 5.4 – Índices de taxa de câmbio nominal do real e de uma cesta de moedas (*broad dollar index*) em relação ao dólar, base 2017=100 – out./2018 – out./2022

Fontes: Banco Central do Brasil e Federal Reserve Board.

Nota: Índice da taxa de câmbio no eixo esquerdo e *Broad Dollar Index* no eixo direito.

A taxa de câmbio entre o real e o dólar apresentou nos últimos meses um comportamento mais volátil. Os movimentos de elevação da taxa de juros por parte a autoridade monetária combinados com as inerentes incertezas geradas ao longo do processo eleitoral condicionaram a trajetória recente. Ainda assim, movimentos de arbitragem a fim de do aproveitamento da maior volatilidade do mercado também tendem a ser observados. Dado o contexto de mudança de governo e o conjunto de instabilidades internacionais presentes, é plausível supor a continuidade da volatilidade no mercado cambial. Cabe ressaltar que nos últimos meses não ocorreu elevação no estoque de swaps cambiais, instrumento tradicionalmente adotado com vistas a estabilização do mercado cambial (Gráfico 5.5).

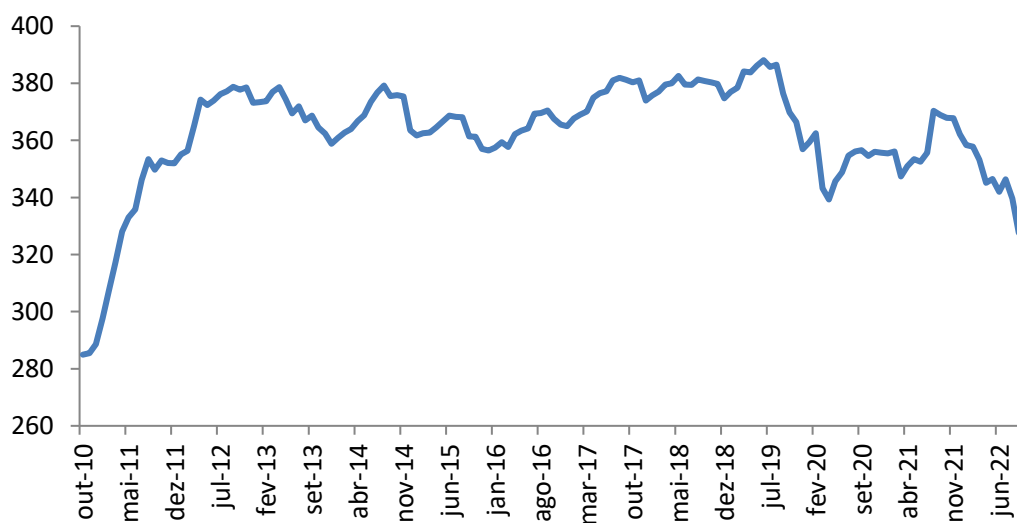
Gráfico 5.5 – Saldo líquido das operações de *swap* cambial, em US\$ bilhões – out./2017–out./2022



Fonte: Banco Central do Brasil (Nota à imprensa do mercado aberto, nov./2022).

O estoque de ativos de reservas oficiais manteve sua trajetória de queda. No mês de outubro o estoque totalizou 325,5 bilhões de dólares, o que representa uma queda de 11,5% em comparação com o mês de outubro de 2021 (Gráfico 5.6). Esta trajetória não é surpreendente e expressa as instabilidades presentes na economia internacional.

Gráfico 5.6 – Ativos de reservas oficiais, em US\$ bilhões – out./2010–out./2022



Fonte: Banco Central do Brasil.

5.3 Perspectivas

É mantida a percepção de que a continuidade do conflito no Leste europeu e o recrudescimento das pressões inflacionárias na economia internacional são os principais condicionantes para os próximos meses. O arrefecimento das restrições a circulação na China e a superação do risco de greve dos trabalhadores do transporte ferroviário estadunidense através de intervenção direta do Congresso daquele país mitigaram alguns riscos de caráter imediato em relação a interrupções em cadeias de suprimentos, e são sinais benignos para os próximos meses.

Riscos maiores permanecem associados a eventual recrudescimento da guerra da Ucrânia, especialmente em caso de aumento de restrições ao comércio de energia e grãos. A entrada do inverno europeu deverá implicar em uma efetiva avaliação em relação a capacidade europeia de gerir a escassez de energia fóssil russa. A percepção em relação a efetiva capacidade energética da Europa ocidental deverá ser forte condicionante na trajetória econômica nos próximos meses.

A política monetária dos EUA e a trajetória da inflação naquele país também serão elementos relevantes para acompanhamento. Eventuais pressões nos preços da energia poderão induzir à adoção de políticas monetárias mais restritivas por parte da Reserva Federal. Eventuais movimentos nesta dimensão tendem a condicionar fortemente a trajetória das taxas de câmbio internacionais

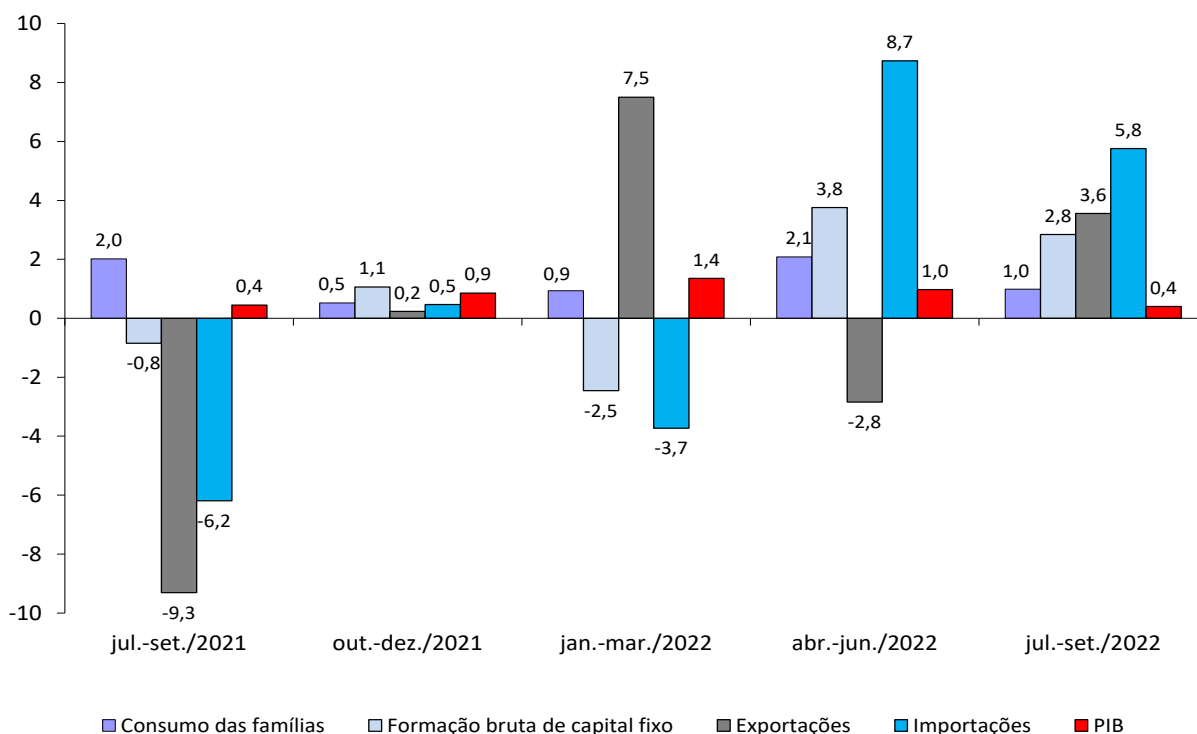
No caso específico do Brasil, a conclusão do processo eleitoral indica tendência a estabilização para os próximos meses. Eventual acentuação da volatilidade no período pós-eleitoral é esperada, na medida em que a construção de novo arranjo político no executivo federal implica em incertezas acerca a estratégia a ser proposta. A isto se soma certo ruído político associado ao campo derrotado no processo eleitoral, que deve se dissipar ao longo do início do ano. Como mencionado anteriormente especial atenção deve ser direcionada a novidade representada pela coexistência de uma nova equipe econômica juntamente com uma direção do Banco Central legada pelo governo derrotado no processo eleitoral. Ainda assim, os condicionantes internacionais tendem a ser preponderantes nos próximos meses

Alessandro Donadio Miebach

6 NÍVEL DE ATIVIDADE: chegou a esperada desaceleração

No dia 1º de dezembro, o IBGE divulgou as informações sobre o desempenho da economia brasileira no terceiro trimestre do ano. Com pequenas variações para mais e para menos, os números corresponderam ao que se esperava para os diversos recortes de análise, seja pela ótica da demanda, seja pela da oferta. Para o PIB total houve desaceleração da atividade, 0,4% de expansão em relação ao segundo trimestre do ano, descontados os efeitos sazonais, depois de três trimestres com taxas maiores, de 0,9%, 1,4% e 1,0% (Gráfico 6.1). Já se sabia desde a primeira metade do ano que o ritmo mais intenso verificado na passagem de 2021 para 2022 não resistiria ao aperto dos juros, à informalidade elevada no mercado de trabalho – que produz rendimentos médios baixos –, ao impacto da inflação sobre o poder de compra das famílias, ao alto endividamento e ao aumento da inadimplência de pessoas físicas e jurídicas.

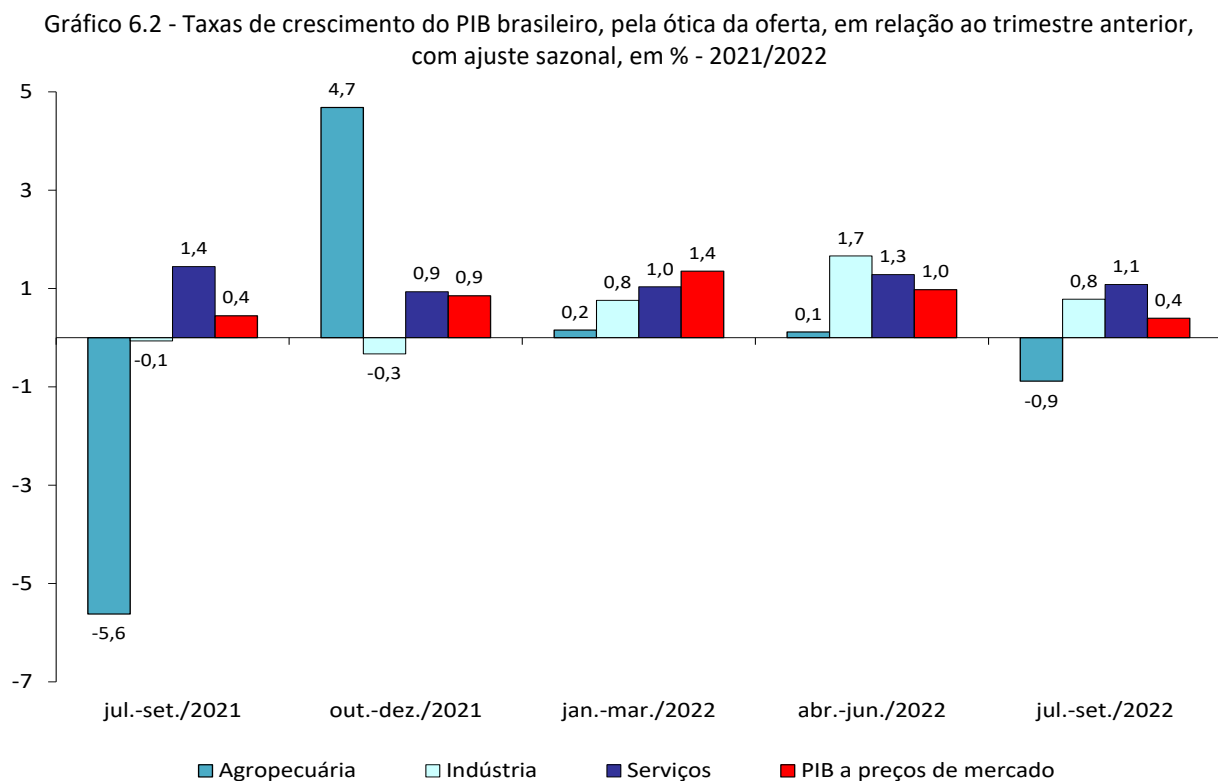
Gráfico 6.1 - Taxas de crescimento do PIB brasileiro, pela ótica da demanda, em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal, em % - 2021/2022



Fonte dos dados brutos: CNT -IBGE.

Junte-se a isto a tradicional incerteza de períodos eleitorais rebatendo negativamente sobre as decisões de consumo e investimento. Desta feita, porém, a extrema polarização política e o clima beligerante e de desconfiança nas instituições travaram ainda mais as decisões. Não bastaram os

incentivos eleitoreiros de toda ordem nem o discurso otimista do Ministério da Economia; a atividade começou a dar sinais de perda de força, algo que vai permanecer pelo menos no primeiro semestre de 2023. Os destaques negativos do terceiro trimestre foram a Agropecuária (-0,9% em relação ao trimestre anterior, descontados os efeitos sazonais), a Indústria de transformação (quase estagnada, 0,1% na mesma comparação) e o setor externo, pois as Importações cresceram mais do que as Exportações, 5,8% e 3,6%, respectivamente (Gráfico 6.2).



Fonte dos dados brutos: CNT -IBGE.

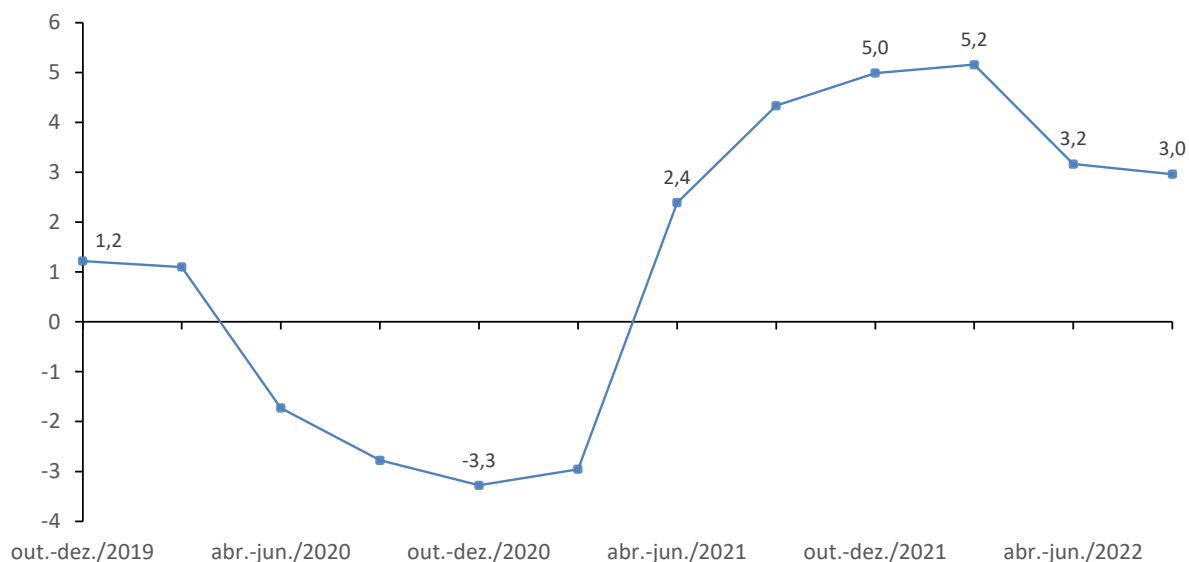
Mas há também algumas boas notícias na divulgação do IBGE. Olhando para os setores, a Construção civil e os Serviços seguiram em expansão (1,1%), ainda que as taxas sejam menores do que as dos trimestres anteriores, o que caracteriza a desaceleração. Destaque-se o fato de Serviços acumular nove trimestres de taxas positivas desde a abertura pós auge da Covid. Ao mesmo tempo que esta é uma boa notícia pelo que significa de recuperação de renda e emprego, fica claro que não é possível sustentar este ritmo de alta por mais tempo, o que nos remete novamente ao tema da desaceleração. Pelo lado da demanda, o Consumo das famílias também fez o movimento de desaceleração, mas ainda manteve expansão, e pelo quinto trimestre sucessivo (1,0%), muito ligada

aos Serviços, ou seja, trata-se de um consumo das classes média alta e alta, o que tem um desdobramento importante, gera empregos na base da pirâmide.

A informação mais significativa, porém, é a da expansão da Formação bruta de capital fixo (FBKF), com taxas positivas em dois trimestres seguidos (3,8% e 2,8%), a despeito dos fatores de desestímulo apontados anteriormente. Tal desempenho vem sustentando taxas de investimento anualizadas (relação FBKF/PIB) de quase 19%, numa franca recuperação dos períodos anteriores, tanto da recessão de 2015/2016, como do auge da Covid em 2020. Assim, as taxas atuais do investimento não deixam de surpreender positivamente, e podem estar indicando boas notícias para o futuro próximo.

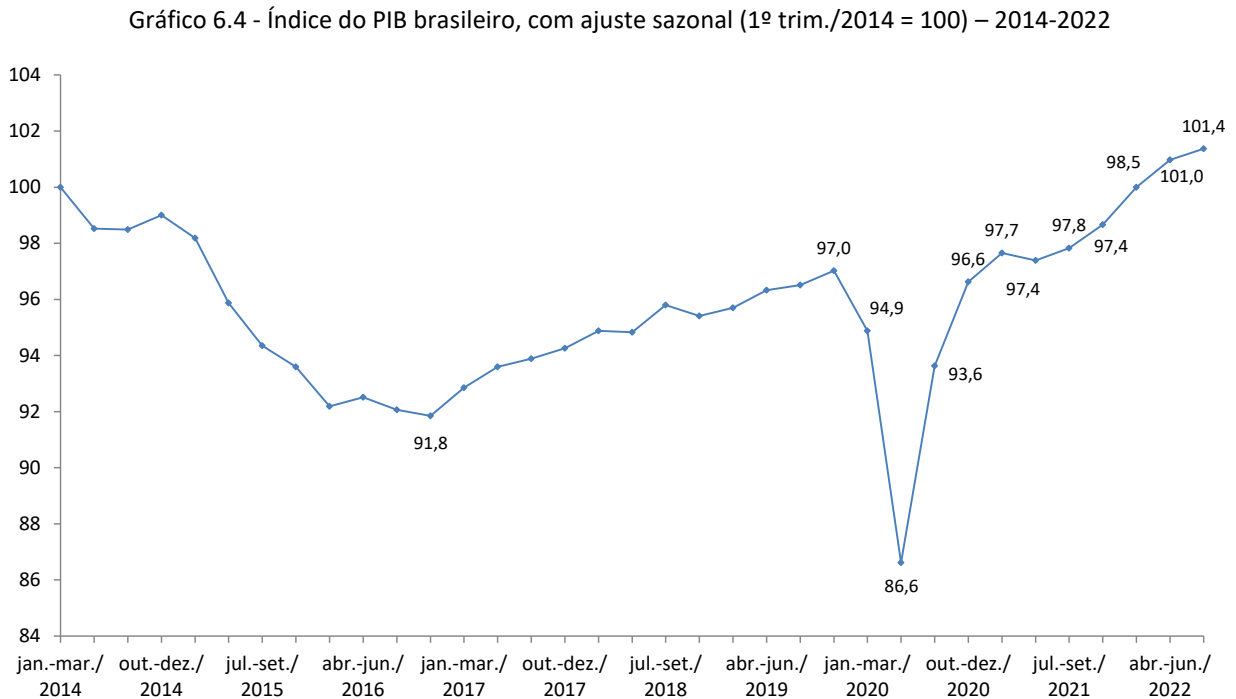
Outra forma de ver a desaceleração em curso é através do Gráfico 6.3, que exhibe a taxa de crescimento do PIB acumulada em quatro trimestres. Antes de mais nada, é importante considerar que na divulgação de dezembro o IBGE revisou a série, podendo-se observar que a recessão de 2020 foi menor do que se tinha nos primeiros registros (-3,3% versus -3,9%) e a recuperação em 2021 foi mais intensa (5,0% versus 4,6%), o que alterou as projeções para o fechamento de 2022. A expansão continuada a partir do início de 2021 levou o PIB ao crescimento máximo de 5,2% um ano depois, no primeiro trimestre de 2022, mas os últimos dois trimestres já deixam bem marcada a desaceleração.

Gráfico 6.3 - Taxa de crescimento do PIB brasileiro, acumulada em quatro trimestres, em % - 2019/2022



Fonte dos dados brutos: CNT -IBGE.

O Gráfico 6.4 mostra a série do PIB com ajuste sazonal. Nele se verifica a queda abrupta no primeiro e, principalmente, no segundo trimestre de 2020, com a paralisação das atividades por conta da pandemia, e a recuperação em três trimestres até o início de 2021. A partir daquele momento houve uma perda de “fôlego” da recuperação, com estagnação nos dois trimestres seguintes, mas os últimos quatro trimestres da série mostraram uma retomada firme da atividade; a taxa acumulada neste último período de doze meses chegou a 3,6%.



Fonte dos dados brutos: CNT - IBGE.

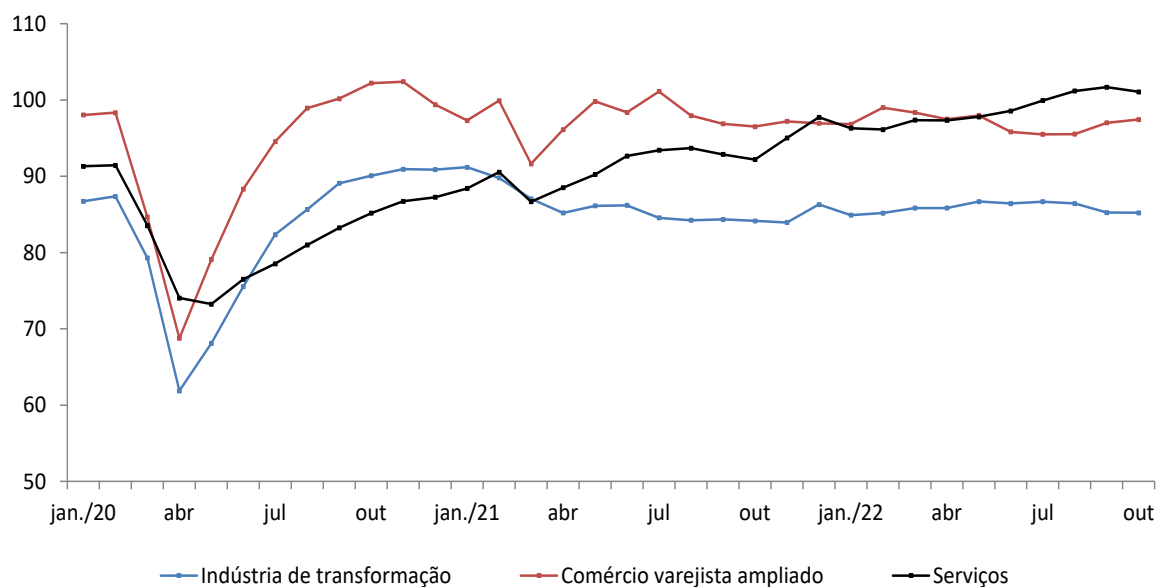
Assim, já se pode considerar plenamente vencida a queda do PIB em função da pandemia, visto que com o desempenho dos últimos quatro trimestres o PIB brasileiro já é 4,5% superior ao do último trimestre de 2019, antes que houvesse qualquer influência negativa da Covid. Na mesma base de comparação, os três grandes setores de atividade e os principais grupos pela ótica da demanda também já superaram os níveis de atividade de pré-pandemia, com destaques positivos para a Construção civil – atualmente 16,4% superior ao último trimestre de 2019 – e FBKF, com 20,2% mais que o final de 2019. Os destaques negativos ficam por conta da Agropecuária e da Indústria de transformação – apenas 1,2% e 0,9% superiores ao nível de pré-pandemia, respectivamente.

Numa avaliação mais de médio prazo, as informações mais recentes também representam um marco, pois o PIB atual é 1,4% maior que o do início de 2014, antes de começar a recessão de 2014-

2016 (Gráfico 6.4). Assim que, depois de quase nove anos, finalmente a economia brasileira mais do que superou os níveis da recessão anterior à da Covid. Claro que em termos de PIB per-capita, com cerca de 0,7% ao ano de aumento da população, o crescimento é negativo.

Já o Gráfico 6.5 mostra o desempenho dos setores – Indústria, Comércio e Serviços – com mais detalhe, considerando sua evolução mensal. A Indústria de transformação e o Comércio varejista ampliado continuam com desempenhos medíocres, em que os níveis de produção e vendas mais recentes são até inferiores aos picos já alcançados durante a pandemia, entre o final de 2020 e o início de 2021, e também levemente inferiores a fevereiro de 2020, antes da pandemia.

Gráfico 6.5 – Índices da produção física industrial (média de 2012 = 100), do volume de vendas do comércio varejista (média de 2014 = 100) e do volume dos serviços (média de 2014 = 100), com ajuste sazonal, no Brasil – jan./2020 - out./2022



Fonte: PIM, PMC e PMS – IBGE.

Serviços têm uma dinâmica própria, visto que o relaxamento das regras de distanciamento social só permitiu a retomada da atividade do setor depois dos demais e em condições diferenciadas. O Gráfico deixa isto claro; uma retomada mais lenta. Contudo, uma vez iniciada, houve uma elevação constante do índice de volume dos Serviços e a atividade cresceu bastante. Ocorre que, como se referiu anteriormente, não é possível pensar que a economia brasileira vai sustentar uma alta indefinida; pelo contrário, tudo indica que estejamos chegando no limite da expansão dos Serviços – a inclinação da curva já diminuiu neste ano de 2022 e o último mês já exibiu variação negativa.

* * *

Momentos como o atual, de virada de ano, são próprios para fazer balanços do desempenho passado e tentar projetar o futuro. Tanto mais se, simultaneamente, há também uma troca de governo, em especial no caso de a mudança implicar uma forma bem diferente de ver a sociedade, a economia e a orientação da política econômica. É este o caso na passagem de 2022 para 2023. Ocorre que está muito difícil projetar o futuro do Brasil, mesmo num intervalo de tempo curto, como um ou dois anos, por exemplo, porque tanto o ambiente externo como o doméstico vivem uma situação de troca de parâmetros.

No cenário externo há uma grande incerteza sobre o ritmo de crescimento que prevalecerá. Nos últimos dias, a China deu sinais de estar saindo de um período longo de restrições fortes de circulação por conta da Covid. Se isto se confirmar, o mercado internacional de *commodities* sofrerá um reaquecimento, com repercussões sobre as taxas de câmbio, os preços e as exportações brasileiras, neste caso funcionando como estímulo de crescimento. Contudo, esta retomada com aumento da inflação pode levar à manutenção por mais tempo do ciclo de alta dos juros internacionais, sob a liderança dos EUA, o que traria um efeito contrário, de desestimular a atividade. Existe ainda o complicador da invasão da Ucrânia pela Rússia, o que desencadeou alta de preços internacionais de *commodities* energéticas e mais desorganização de cadeias produtivas – além do que já se viu com a pandemia.

Não se sabe quão longo será o ciclo de juros altos nos EUA. Depois de um vacilo inicial, há cerca de um ano, o FED resolveu firmar posição sobre a necessidade de combater a inflação com juros. Contudo, há muitas pressões para começar logo o ciclo de alívio, até porque o período de alta pegou muitas empresas e famílias bastante endividadas, o que pode desencadear uma crise sistêmica.

No Brasil, já são nítidos os sinais de desaceleração do PIB, tal como se projetava desde o primeiro semestre deste ano. Serviços, que era o setor de melhor desempenho, mostra uma inevitável perda de fôlego, e cada vez mais começam a aparecer os efeitos defasados do aperto dos juros, processo iniciado em março de 2021, quando a taxa básica estava em somente 2% ao ano. Por outro lado, a tradição dos governos do PT é de estimular o consumo via melhoria da distribuição de renda e tentar fazer o mesmo com os investimentos. A orientação da política econômica deve mudar, em prol da expansão do PIB, a despeito do debate acirrado sobre o controle do gasto público.

Por outro lado, o capital produtivo internacional emite sinais de que fará novas apostas no crescimento da economia brasileira, tanto porque acredita em um ambiente de negócios mais favorável – com diminuição do clima de tensão, com novos marcos regulatórios para infraestrutura e com uma reforma tributária –, como porque crê na expansão do mercado consumidor. Além disso, a opinião geral dos analistas do mercado financeiro é de que os ativos brasileiros estão relativamente baratos e não há neste momento opções muito melhores mundo afora para se alocar recursos. Outro aspecto positivo é o fim do período de desmanche institucional e a reconstituição da normalidade nas relações com os demais países, inclusive abrindo as portas para investimentos pesados nas áreas ambiental e de energias renováveis.

Enfim, é possível acreditar na combinação virtuosa entre expansão do consumo a curto prazo e expansão dos investimentos nos anos a seguir. Lula sabe que disso depende o sucesso do seu Governo na área da economia.

Flávio Benevett Fligenspan

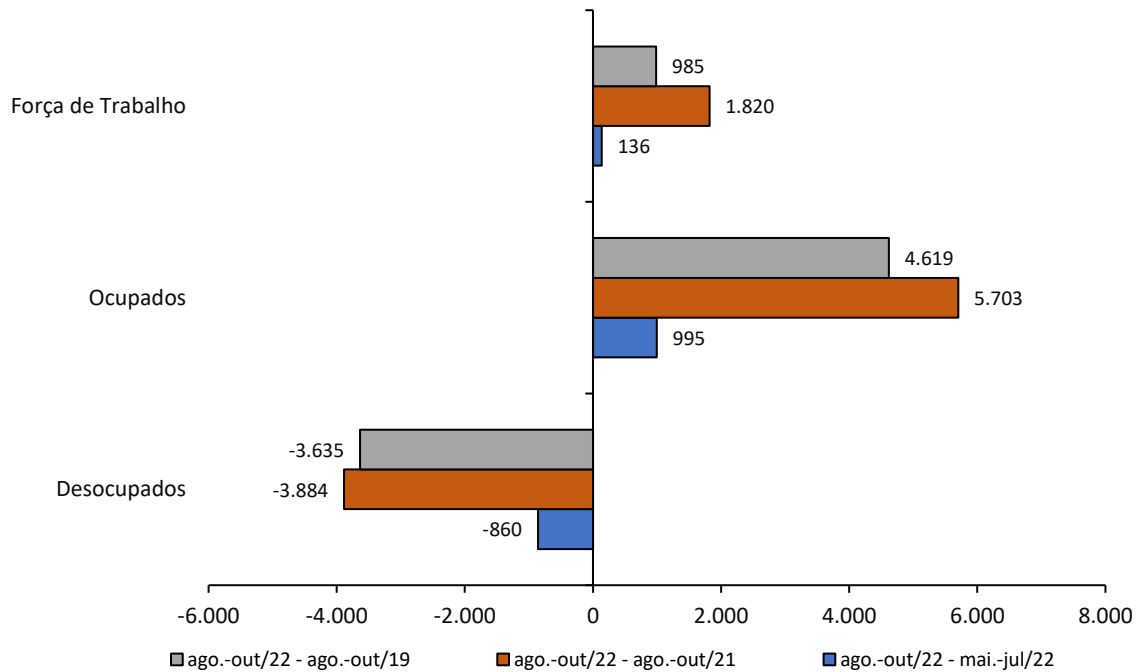
7 EMPREGO E SALÁRIOS: prossegue a reversão dos impactos negativos da pandemia

7.1 Principais resultados

No trimestre encerrado em outubro de 2022, o mercado de trabalho brasileiro manteve o processo de reversão dos impactos negativos da pandemia. De acordo com os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do IBGE⁵, apresentados no Gráfico 7.1, o número total de ocupados aumentou em 995 mil pessoas (1,01%) em relação ao trimestre encerrado em julho e em 5.703 mil pessoas (6,07%) em comparação com o mesmo período do ano anterior. O estoque estimado de postos de trabalho chegou a 99.661 mil nesse trimestre, sendo, portanto, superior em 4,86% ao registrado em outubro de 2019, período que usamos para fins de comparação com a situação geral da ocupação antes da pandemia. O aumento na ocupação foi suficiente para absorver os entrantes na força de trabalho (136 mil pessoas) e para diminuir o número total de desempregados em 860 mil pessoas.

⁵ Os indicadores da PNAD Contínua são médias móveis trimestrais. Por motivo de economia textual, tratamos de identificá-los, no mais das vezes, pelo último mês do trimestre de referência. Os dados mais recentes disponíveis no momento de redação desta edição da Carta de Conjuntura eram os do trimestre ago.-out./2022.

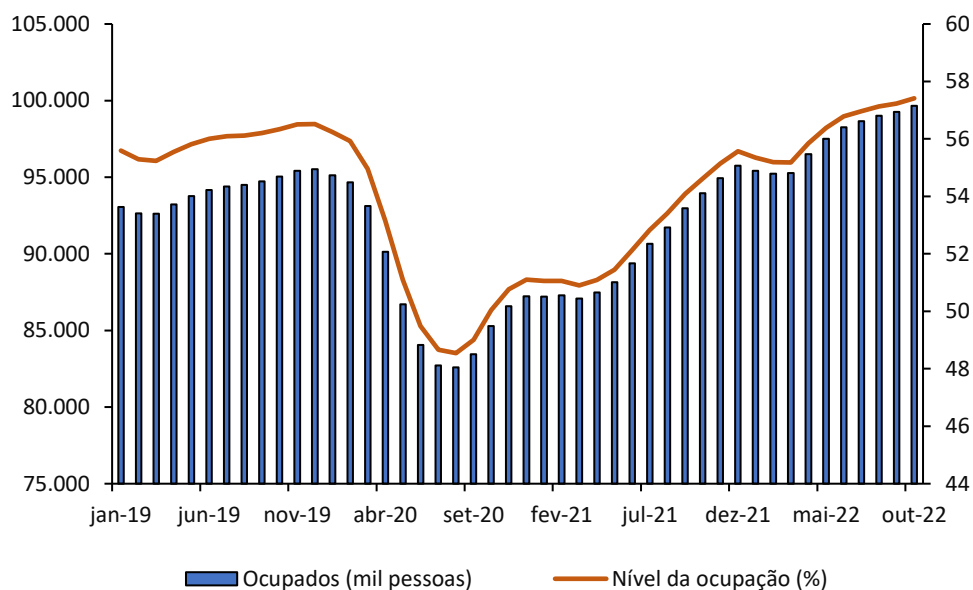
Gráfico 7.1 – Variação nos principais contingentes do mercado de trabalho, em mil pessoas - 2019/2022



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

A trajetória ascendente da ocupação a partir de agosto de 2020, mês que atingiu um vale no contexto da crise sanitária, está evidenciada o Gráfico 7.2. Depois de um breve período de recuperação no segundo semestre daquele ano, o número de ocupados estabilizou diante da ocorrência de uma segunda onda da Covid-19 nos primeiros meses de 2021. Passada essa onda e com o avanço do processo de vacinação em massa da população brasileira conduzido pelo SUS, o número de ocupados cresceu vigorosamente até dezembro, quando chegou a superar a marca desse mesmo mês em 2019, antes da pandemia. Em 2022, houve prosseguimento da recuperação no número de postos de trabalho, ainda que, como esperado, em ritmo mais lento do que aquele observado na retomada de 2021. Entre o vale de 2020 e o dado mais recente, o nível da ocupação oscilou de 48,5% para 57,4% da população em idade de trabalhar.

Gráfico 7.2 – Número de ocupados, em mil pessoas, e nível da ocupação, em % - 2019/2022

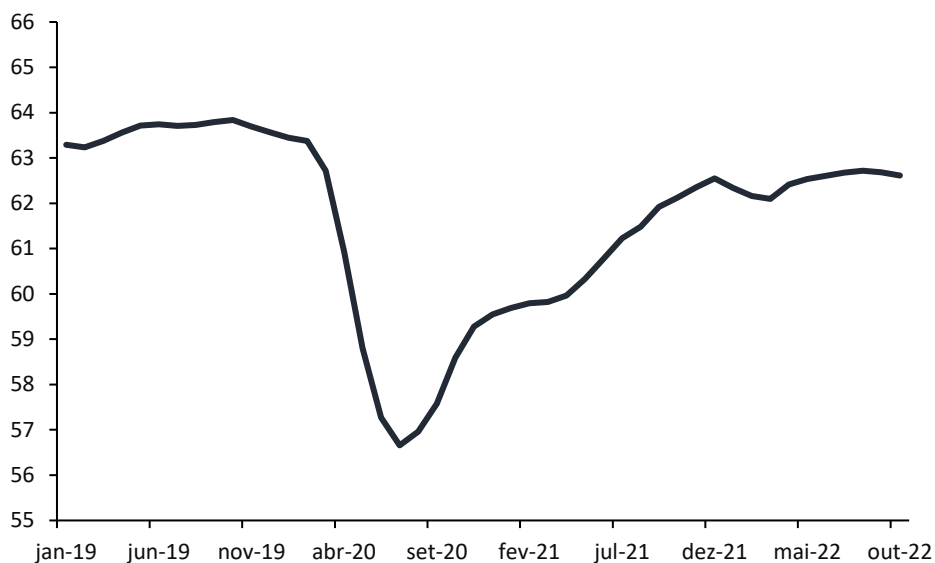


Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

A dinâmica da ocupação fez com que diminuísse o número de desempregados e, também, provocou um recuo na taxa de desocupação de 9,1% em julho para 8,3% da força de trabalho em outubro. Já em relação ao trimestre de outubro de 2021, quando essa taxa era de 12,1%, houve uma contração de 3.884 mil pessoas no total de desocupados. Ao se contrastarem os dados da desocupação recente com os de outubro de 2019, antes da pandemia, verifica-se que o número total de desocupados diminuiu de um patamar de 12.657 mil pessoas (11,8% da força de trabalho) para o atual contingente de 9.022 mil pessoas.

Ainda que o motivo imediato para a queda na desocupação tenha sido o aumento no número de postos de trabalho, também concorre para esse resultado a retomada incompleta da taxa de participação da população em idade de trabalhar na força de trabalho. No auge dos impactos da pandemia no mercado de trabalho, a taxa de participação declinara para 56,7% em julho de 2020 ante 63,7% em julho do ano anterior. Em linhas gerais, sua recuperação acompanhou a trajetória da ocupação desde então, salvo pelo ano de 2022, quando a taxa de participação permaneceu virtualmente estagnada. Essa estagnação da taxa de participação sugere que o processo de recuperação do mercado após o choque da pandemia ainda não se completou: a taxa de 62,6% observada em outubro recente estava num patamar inferior ao de outubro de 2019, quando chegara a 63,8% da população em idade de trabalhar.

Gráfico 7.3 – Taxa de participação, em % - 2019/2022



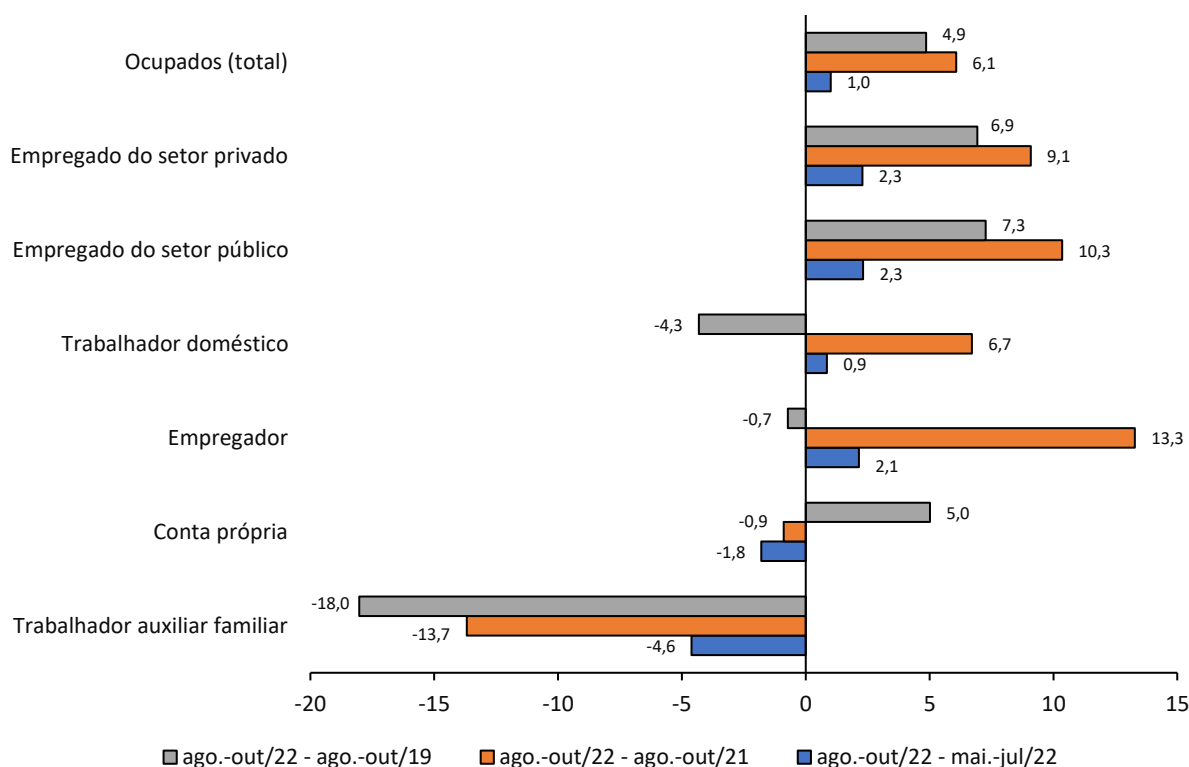
Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

A diferença de 1,1 p.p. na taxa de participação de outubro de 2022 vis-à-vis outubro de 2019 corresponde a 1.909 mil pessoas que permaneceram fora do mercado de trabalho. Se essas pessoas sem ocupação estivessem à procura de um trabalho, o contingente total de desempregados seria superior ao apurado, chegando a 10.931 mil pessoas e fazendo com que a taxa de desemprego se situasse no patamar de 9,9% da força de trabalho (em vez da taxa observada de 8,3%).

7.2 Ocupação

Em outubro, o contingente de ocupados aumentou em 1,0% relativamente ao trimestre encerrado em julho, totalizando 99.661 mil pessoas. Sob a ótica da posição na ocupação, as maiores variações positivas ocorreram nas categorias dos empregados dos setores privado e público, ambos com crescimento de 2,3% no número de ocupados, e dos empregadores, com alta de 2,1%. Os trabalhadores domésticos tiveram aumento numérico em linha com o dado geral da ocupação (0,9%). No lado oposto, os trabalhadores por conta própria e os trabalhadores auxiliares registraram reduções em seus contingentes ocupacionais de 1,8% e 4,6%, respectivamente. O Gráfico 7.4 mostra a variação relativa no número de ocupados por posição na ocupação.

Gráfico 7.4 – Variação no número de ocupados, por posição na ocupação, em % - 2019/2022



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

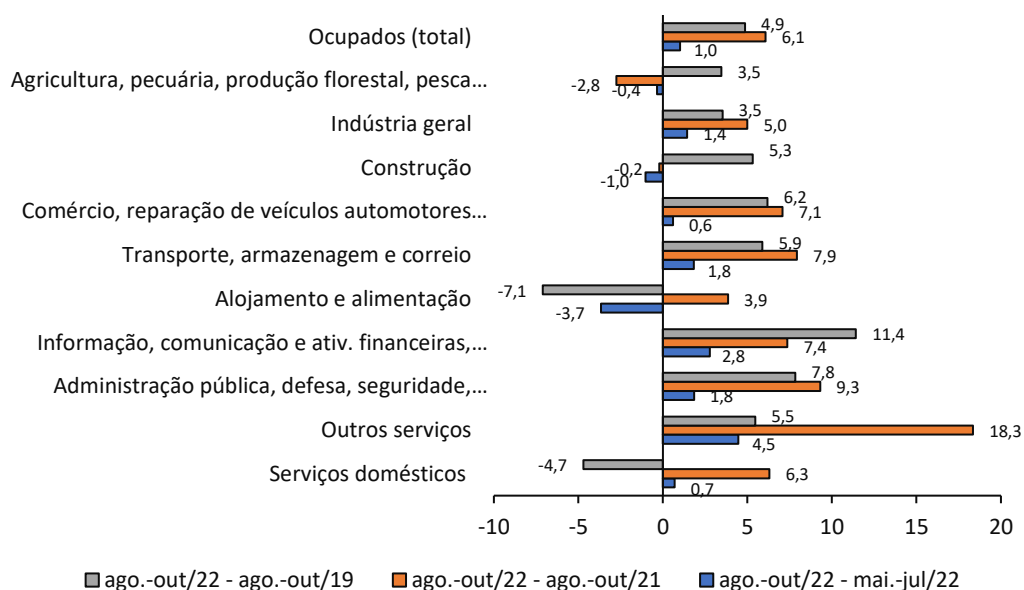
As variações interanuais distribuíram-se de modo semelhante às trimestrais, com aumentos expressivos nos casos dos empregadores e dos empregados (exceto domésticos), secundados pelos trabalhadores domésticos. Já os trabalhadores por conta própria e os trabalhadores auxiliares reduziram seus contingentes ao longo deste período. A distribuição desigual da dinâmica do emprego entre outubro de 2021 e outubro de 2022 merece alguns registros adicionais. Dentre os empregados no setor privado, o maior aumento ocorreu no subgrupo dos sem carteira (11,8%), mas o aumento do número de empregados com carteira foi igualmente substantivo (8,1%). No setor público, o destaque coube ao subgrupo dos empregados sem carteira (33,6%), secundados pelos empregados com carteira (10,6%) e com uma variação bem menor no subgrupo dos servidores estatutários e militares (3,2%). Quanto aos empregadores, cujo crescimento numérico de 13,3% foi o maior dentre as categorias da PNAD Contínua, sobressaiu-se o aumento daqueles empregadores com CNPJ (14,2%), mas também houve elevação considerável no subgrupo dos sem CNPJ (9,8%). O crescimento no número de trabalhadores domésticos, por seu turno, foi maior para o subgrupo com carteira (10,3%) vis-à-vis o sem carteira (5,5%).

Nas categorias que registraram uma diminuição interanual da ocupação, o caso mais importante é o dos trabalhadores por conta própria em face de seu elevado tamanho relativo no total da ocupação (25,5% em outubro de 2022). O recuo no número de ocupados deu-se apenas para o subgrupo dos conta própria sem CNPJ (3,6%), uma vez que o subgrupo dos com CNPJ elevou seu contingente em 7,5% desde o ano passado. Trata-se da continuidade do processo da chamada “pejotização” do trabalho subordinado, que se intensificou no contexto mais amplo das reformas trabalhistas de 2017 e da mudança tecnológica.

Ao se comparar a situação recente do mercado de trabalho com a vigente em outubro de 2019, há diferenças igualmente marcantes. Enquanto o número de empregados (nos setores privado e público) e de trabalhadores por conta própria superou o patamar pré-pandemia, o contrário é constatado para os trabalhadores auxiliares e os trabalhadores domésticos. No caso dos empregadores, a alta vigorosa nos doze meses recentes permitiu uma retomada numérica quase integral. Decompondo-se cada uma dessas categorias, destacam-se os aumentos no número de empregados no setor privado sem carteira (9,1%), de empregados no setor público com carteira (12,1%) e sem carteira (18,6%) – mas não nos estatutários (alta de apenas 2,6%) –, de trabalhadores por conta própria com CNPJ (36,3%) e de empregadores sem CNPJ (6,0%). Já as variações negativas mais acentuadas se relacionam aos trabalhadores auxiliares (18,3%), domésticos com carteira (13,3%) e conta própria sem CNPJ (3,0%).

Segundo a ótica dos grupamentos de atividade, as maiores variações nos contingentes ocupacionais, entre julho e outubro de 2022, aconteceram nos setores de “Outros serviços” (4,5%), “Informação, comunicação e atividades financeiras, imobiliárias, profissionais e administrativas” (2,8%), “Transporte, armazenagem e correio” (1,8%), “Administração pública, defesa, seguridade, educação, saúde e serviços sociais” (1,8%), e “Indústria geral” (1,4%). De outro lado, houve diminuição no número de ocupados nos grupamentos de “Alojamento e alimentação” (3,7%), “Construção” (1,0%) e “Agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquicultura” (0,4%). O Gráfico 7.5 mostra a variação relativa no número de ocupados por grupamentos de atividade.

Gráfico 7.5 – Variação no número de ocupados, segundo os grupamentos de atividade, em % - 2019/2022



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

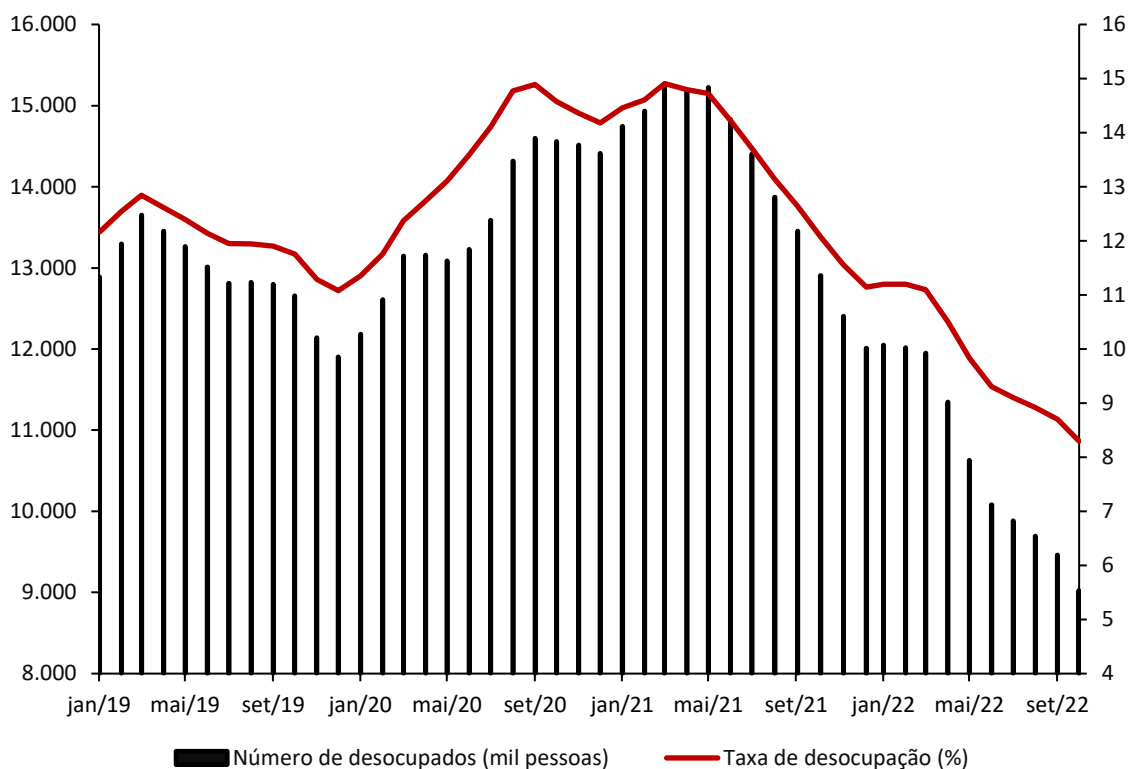
De modo geral, os setores com as maiores altas trimestrais também tiveram melhor desempenho em termos da variação interanual: “Outros serviços” (alta de 18,3% no número de ocupados), “Administração pública, defesa, seguridade, educação, saúde e serviços sociais” (9,3%), “Transporte, armazenagem e correio” (7,9%), e “Informação, comunicação e atividades financeiras, imobiliárias, profissionais e administrativas” (7,4%), aos quais cabe acrescentar os setores de “Comércio, reparação de veículos automotores e motocicletas” (7,1%) e de “Serviços domésticos” (6,3%). Variações positivas inferiores às do total da ocupação ocorreram nos setores de “Indústria geral” (5,0%) e “Alojamento e alimentação” (3,9%). E uma diminuição no número de ocupados aconteceu nos setores de “Agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquicultura” (2,8%) e “Construção” (0,2%). Conseqüentemente, houve recuperação generalizada dos níveis ocupacionais vigentes antes da pandemia, com a exceção dos grupamentos de “Alojamento e alimentação” e de “Serviços domésticos”, cujos contingentes ainda permaneciam abaixo dos apurados em outubro de 2019 em 7,1% e 4,9%, respectivamente.

7.3 Desocupação e subutilização da força de trabalho

No trimestre encerrado em outubro, o número de desocupados e a taxa de desemprego mantiveram a trajetória de queda iniciada no segundo trimestre do ano passado. A variação negativa no número de desocupados, entre julho e outubro de 2022, foi de 9,1%, fazendo com que a taxa

recuasse de 9,1% para 8,3% da força de trabalho. A PNAD Contínua estima que 9.022 mil trabalhadores estavam sem ocupação e com procura ativa de trabalho em outubro. O Gráfico 7.6 mostra a evolução do número de desocupados e da taxa de desocupação desde janeiro de 2019.

Gráfico 7.6 – Número de desocupados, em mil pessoas, e taxa de desocupação, em % - 2019/2022

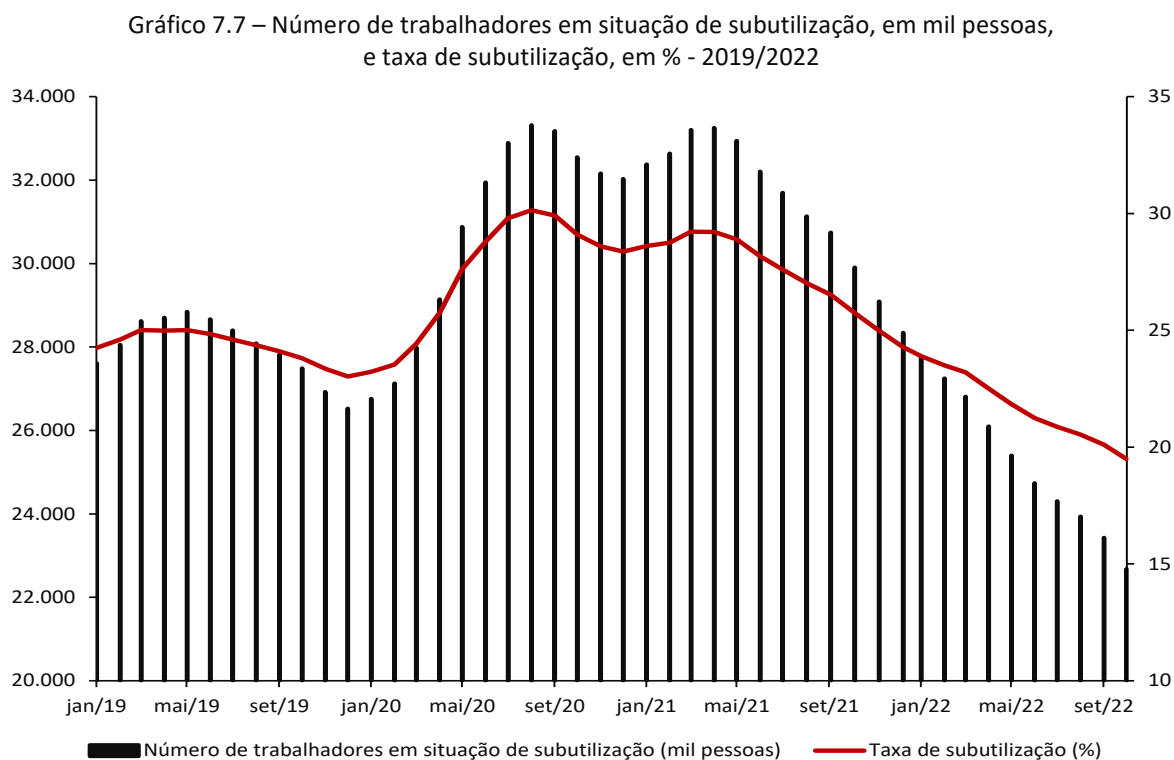


Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

Em contraste com o período anterior à pandemia, o número de desocupados também é menor, tendo diminuído em 3.635 mil pessoas (28,7%) desde outubro de 2019. E a taxa de desemprego, que atingira 11,8% naquele trimestre, perdeu 3,5 p.p. ao longo da fase de recuperação do mercado de trabalho.

A tendência de contração da desocupação geral é confirmada pelos indicadores de subutilização da força de trabalho apurados pela PNAD Contínua. O número total de pessoas em condição de subutilização – que reúne os desocupados, os subocupados com insuficiência de horas e a força de trabalho potencial – diminuiu 6,7% em outubro em relação ao trimestre encerrado em julho de 2022. Ainda assim, o contingente de trabalhadores nessa condição permanece elevado, totalizando 22.679 mil pessoas ou 19,5% da força de trabalho ampliada (soma dos ocupados, desocupados e força de trabalho potencial). Dentre os subgrupos que compõem a subutilização, a maior variação trimestral

negativa ocorreu dentre os desocupados (8,7%), seguidos de perto pelos subocupados por insuficiência de horas (redução de 7,7%) e mais à distância pela força de trabalho potencial (redução de 3,4%). O Gráfico 7.7 mostra as oscilações no número de trabalhadores em condição de subutilização e na taxa de subutilização desde 2019.

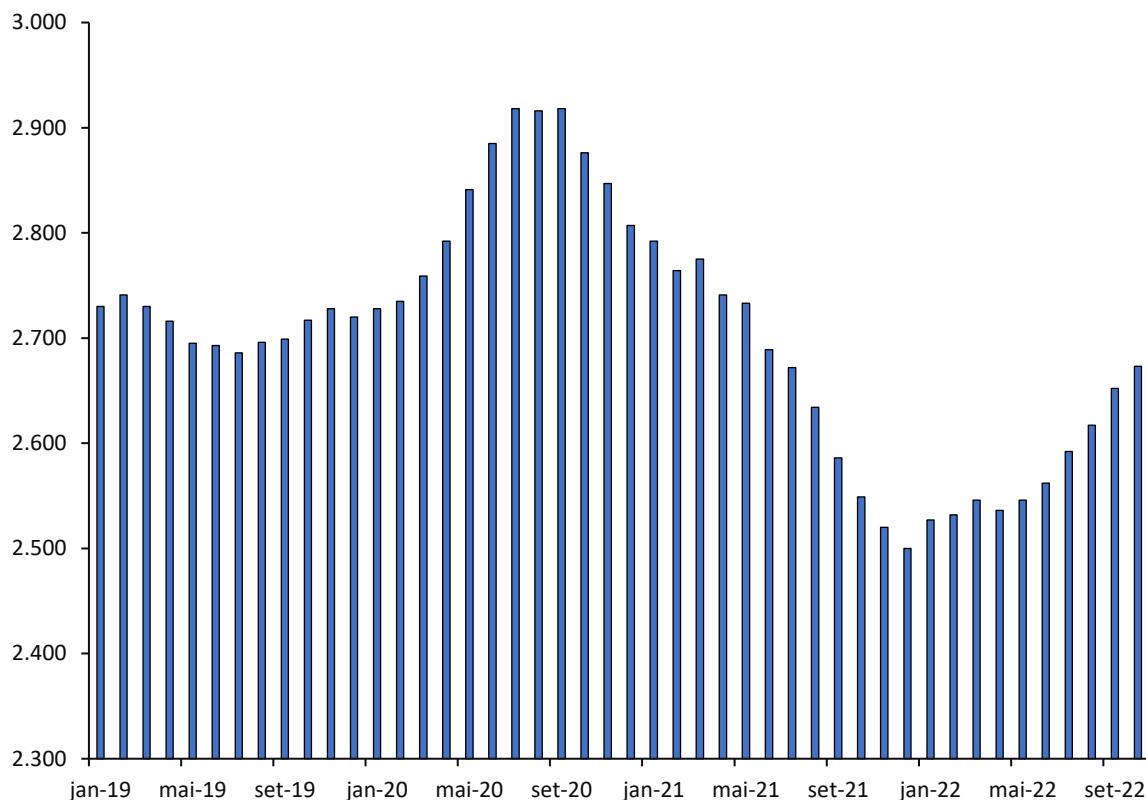


Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

7.4 Rendimentos e massa de rendimentos

O rendimento médio habitualmente recebido no trabalho principal foi estimado em R\$ 2.673 em outubro de 2022, tendo havido crescimento trimestral de 3,13% em termos reais. O Gráfico 7.8 mostra a trajetória do rendimento médio real desde 2019, onde se constata uma tendência de recuperação ao longo de 2022, a qual pode ser creditada à melhora nas condições de ocupação e à diminuição no ritmo de crescimento dos preços, notadamente às variações mensais negativas no IPCA entre julho e setembro. Em comparação com o mesmo período do ano anterior, o rendimento médio acusou alta de 4,86%. Ainda assim, a melhora havida no ano em curso não foi suficiente para recuperar o patamar dos rendimentos reais observado na conjuntura pré-pandemia, pois a média de outubro de 2022 foi 1,62% inferior à do mesmo mês em 2019.

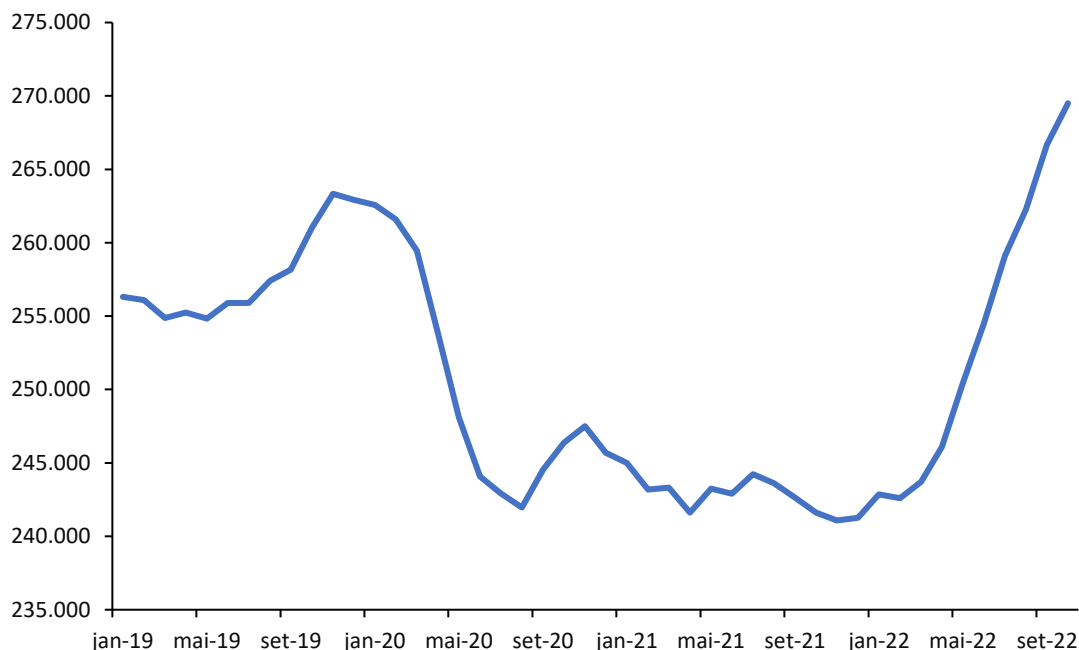
Gráfico 7.8 – Rendimento real médio habitualmente recebido no trabalho principal, em R\$ de ago.-out./22 – 2019/2022



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

O crescimento do emprego e do rendimento médio ocasionou nova expansão da massa de rendimentos reais, sustentando uma trajetória de recuperação observada desde março deste ano. Considerando os rendimentos habitualmente recebidos em todos os trabalhos, a massa de rendimentos aumentou em 4,01% no trimestre e 11,54% desde outubro do ano passado, atingindo um nível maior do que o observado no mesmo mês de 2019 (alta de 3,25%). O Gráfico 7.9 mostra a evolução da massa de rendimentos reais entre janeiro de 2019 e outubro de 2022.

Gráfico 7.9 – Massa de rendimentos reais habitualmente recebidos em todos os trabalhos, em R\$ milhões de ago.-out./22 - 2019/2022



Fonte dos dados brutos: IBGE, PNAD Contínua. Elaboração dos autores.

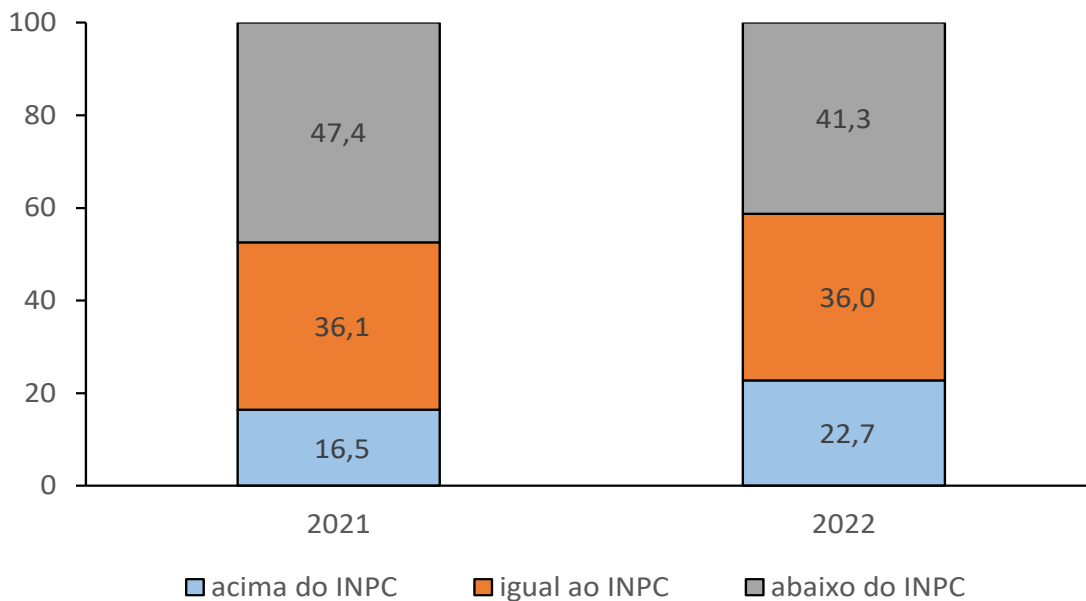
7.5 Negociação coletiva de trabalho: reajustes salariais

O Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (DIEESE) mantém um monitoramento dos reajustes salariais negociados coletivamente por meio do Sistema de Acompanhamento de Salários (SAS-DIEESE). Com base nos dados disponíveis até novembro do ano corrente, constata-se que apenas 22,7% dos reajustes negociados no Brasil entre janeiro e outubro de 2022 superaram a inflação medida pelo INPC-IBGE. Nesse mesmo período, o percentual de resultados com reposição igual à inflação foi de 36,0% e o de resultados abaixo da inflação totalizou 41,3% das negociações (Gráfico 7.10).

Em comparação com as negociações concluídas no ano anterior, houve uma melhora nos resultados gerais. Isto porque, em 2021, apenas 16,5% dos acordos e convenções coletivas haviam registrado algum ganho real (ou seja, reajuste negociado superior à inflação dos 12 meses anteriores à data-base) e o percentual de negociações com recomposição integral da inflação foi praticamente o mesmo de 2022 (36,1%). Os indicadores mais favoráveis no presente ano refletem a queda nos preços em geral (deflação), ocorrida em julho, agosto e setembro, a redução na taxa de desocupação e a presença relativamente mais elevada, nos registros, de categorias a que se associa maior poder de negociação.

Não obstante a melhora do desempenho em comparação com o ano passado, o quadro das negociações coletivas de salários em jan.-out./2022 ainda se afigura negativo, dado que quatro em cada dez reajustes negociados não conseguiram recuperar o poder aquisitivo correspondente à data-base anterior, sendo de -0,78% a variação real média dos reajustes negociados em relação ao mesmo período do ano passado.

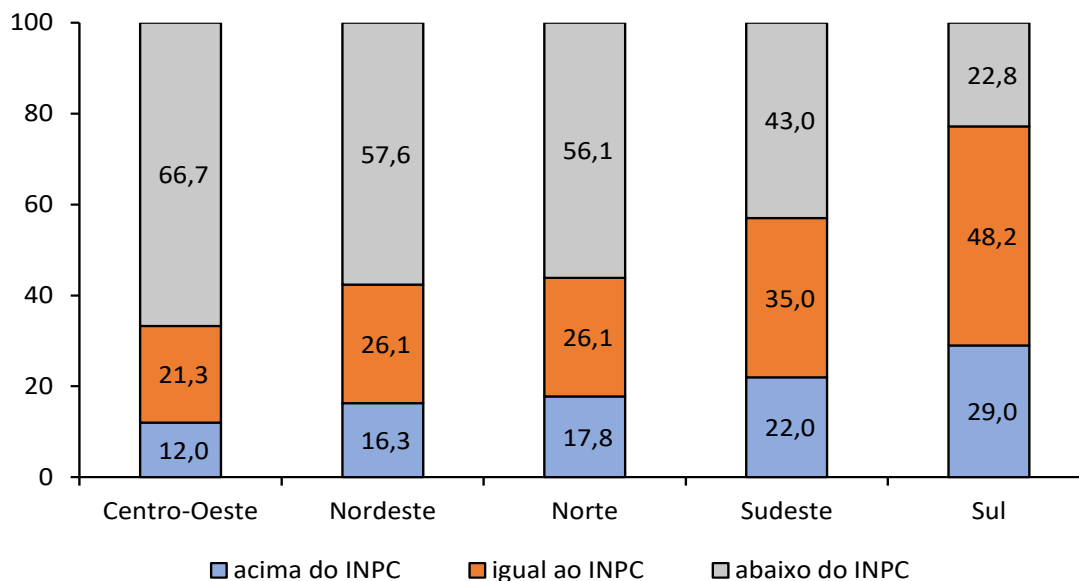
Gráfico 7.10 – Distribuição dos reajustes salariais negociados, em comparação com o INPC-IBGE, segundo data-base, em % - jan.- out./2021-2022



Fonte dos dados brutos: Sistema Mediador, Ministério do Trabalho e Previdência.
Posição dos registros em nov./2022. Elaboração: DIEESE.

No que se refere ao recorte regional, foi o Sul do país a região que registrou os melhores resultados nas negociações salariais de 2022. Cerca de 77% das cláusulas negociadas nessa região celebraram reajustes iguais ou acima do INPC e 29% do total chegou a alcançar ganhos reais. No polo oposto, situou-se a região Centro-Oeste, onde 66,7% dos reajustes ficaram abaixo da inflação (Gráfico 7.11).

Gráfico 7.11 – Distribuição dos reajustes salariais negociados, em comparação com o INPC-IBGE, por região, em % - jan.-out./2022



Fonte dos dados brutos: Sistema Mediador, Ministério do Trabalho e Previdência.
Posição dos registros em nov./2022. Elaboração: DIEESE.

Anelise Manganeli, Carlos Henrique Vasconcellos Horn e Virginia Rolla Donoso

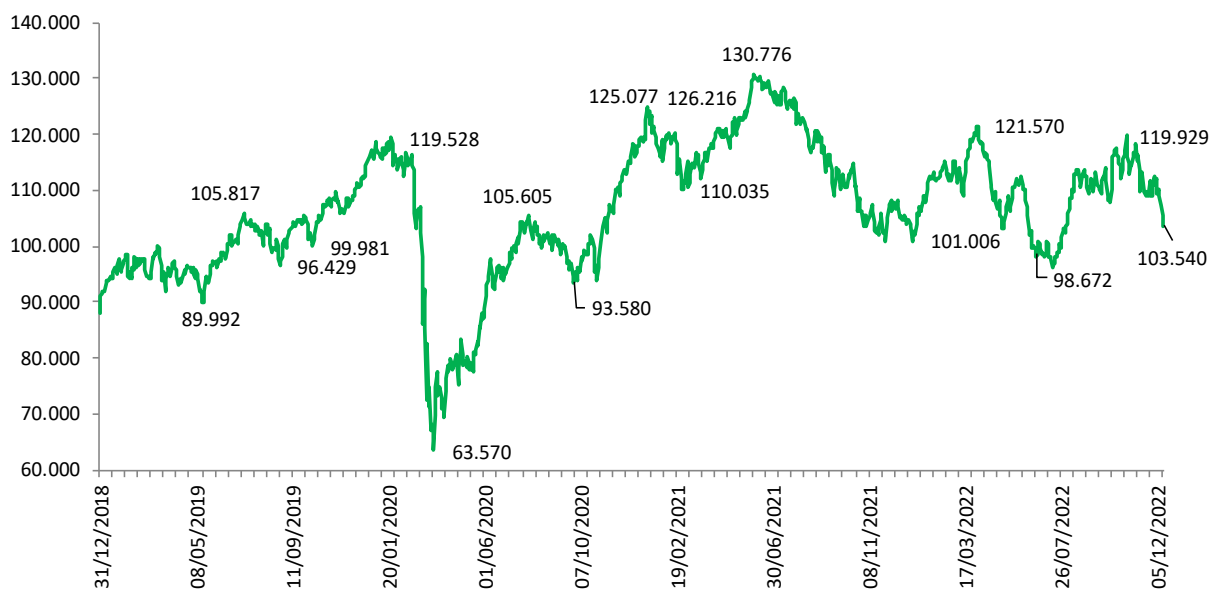
8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: Ibovespa tomba no quarto trimestre

O ambiente de aversão ao risco no mercado financeiro brasileiro foi elevado no quarto trimestre de 2022 (4T22). Isso em função, na visão do mercado, do risco fiscal voltando ao radar, de políticas monetárias mais restritivas, sobretudo nos Estados Unidos e na Zona do Euro, e de maior probabilidade de recessão ou crescimento menor em 2023 nessas economias. E por isso, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) projeta que a economia dos Estados Unidos passará de um crescimento de 1,8% em 2022 para 0,5% em 2023. Na mesma comparação, a OCDE estima que a economia da Zona do Euro irá reduzir a expansão do PIB de 3,3% para 0,5% no próximo ano.

Desse modo, nesse cenário mais desafiador e de mais incerteza no Brasil e no exterior, o Ibovespa tombou no 4T22 até o último dia 13 de dezembro. O índice apresentou recuo de 5,90% no período, especialmente pelas quedas de novembro (-3,06%) e dezembro (-7,95%), após a elevação de 5,45% em outubro. Assim, o índice voltou a ficar próximo dos 100 mil pontos em dezembro de 2022,

fechando cotado aos 103.540 no último dia 13 de dezembro, como pode ser observado no Gráfico 8.1. Em 2022 o índice acumula queda de 1,22%, acompanhando as bolsas internacionais, que acumulam forte perda no ano. Os índices Nasdaq e S&P500 registraram recuo de 28,05% e 15,66% no ano, respectivamente, até o último dia 13 de dezembro, sinalizando que as expectativas seguem sombrias para o desempenho da economia global nos próximos meses, como relatado na edição anterior desta Carta.

Gráfico 8.1 – Evolução do Ibovespa, em pontos – 2018-2022



Fonte: B3.

E mesmo nesse contexto global turbulento, viu-se que a queda do Ibovespa em 2022 é menor do que algumas das principais bolsas do mercado global. Isso porque a percepção dos agentes financeiros em relação ao desempenho da economia brasileira melhorou no curto prazo em diversos indicadores macroeconômicos, como pode ser observado na Tabela 8.1, que contém as mudanças nas projeções do Relatório Focus do Banco Central do Brasil (BCB) para 2022.

Tabela 8.1 - Relatório Focus do Banco Central - Expectativas do Mercado para 2022

| Indicadores | dez-19 | dez-20 | mar-21 | jun-21 | set-21 | dez-21 | mar-22 | jun-22 | set-22 | dez-22 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| IPCA (%) | 3,50 | 3,50 | 3,51 | 3,78 | 4,12 | 5,03 | 6,86 | 8,27 | 5,88 | 5,79 |
| PIB (% de crescimento) | 2,50 | 2,50 | 2,34 | 2,11 | 1,57 | 0,36 | 0,50 | 1,50 | 2,67 | 3,05 |
| Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$) | 4,06 | 4,90 | 5,26 | 5,20 | 5,24 | 5,60 | 5,25 | 5,10 | 5,20 | 5,25 |
| Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.) | 6,50 | 4,50 | 6,00 | 6,50 | 8,50 | 11,50 | 13,00 | 13,75 | 13,75 | 13,75 |
| IGP-M (%) | 3,78 | 4,00 | 4,10 | 4,60 | 5,00 | 5,49 | 10,88 | 12,41 | 8,30 | 5,42 |
| Preços Administrados (%) | 3,75 | 3,69 | 4,00 | 4,42 | 4,12 | 4,61 | 6,03 | 3,81 | -4,42 | -3,61 |
| Conta Corrente (US\$ bilhões) | -56,19 | -29,10 | -19,70 | -18,51 | -17,00 | -21,59 | -20,00 | -18,00 | -27,03 | -46,61 |
| Balança Comercial (US\$ bilhões) | 39,00 | 48,90 | 50,50 | 60,00 | 63,00 | 55,00 | 65,00 | 70,00 | 62,00 | 55,00 |
| Investimento Direto no País (US\$ bilhões) | 81,30 | 70,00 | 64,40 | 67,95 | 62,00 | 58,05 | 59,00 | 60,00 | 61,00 | 80,00 |
| Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB) | 60,00 | 67,71 | 66,20 | 63,40 | 62,97 | 63,00 | 60,30 | 59,00 | 58,40 | 57,30 |
| Resultado Primário (% do PIB) | -0,15 | -2,11 | -2,10 | -1,65 | -1,00 | -1,05 | -0,50 | 0,10 | 0,90 | 1,29 |
| Resultado Nominal (% do PIB) | -5,35 | -6,25 | -6,80 | -6,50 | -6,36 | -7,40 | -7,50 | -6,70 | -6,40 | -5,50 |

Fonte: Banco Central do Brasil.

Notas: (1) dados coletados do Relatório Focus no fim de cada mês. (2) Em dezembro/2022, as informações foram coletadas pelo BCB até o último dia 09. (3) As cores na tabela indicam mudança nas expectativas do mercado, para melhor (verde), para pior (vermelho).

Na Tabela é possível verificar que a perspectiva de crescimento do PIB brasileiro para 2022 passou de 2,67% em setembro para 3,05% dezembro de 2022. Já a projeção da inflação, vista pelo IPCA, foi reduzida de 5,88% em setembro para 5,79% em dezembro de 2022. Ademais, observou-se, na visão do mercado, melhora nas contas públicas, onde o superávit primário de 0,9% em percentual do PIB projetado em setembro em 2022 passou para 1,29% em dezembro. Nesse contexto de maior crescimento, de menor inflação e de desempenho econômico pior tanto em países desenvolvidos quanto em nações emergentes, houve entrada do investidor estrangeiro no mercado secundário da B3 no 4T22, que somou fluxo positivo de R\$ 21 bilhões no período. No ano, o fluxo no secundário é positivo em R\$ 91,08 bilhões até o último dia 9 de dezembro, conforme pode ser visto na Tabela 8.2.

Tabela 8.2 - Fluxo Estrangeiro anual na B3, saldo primário e secundário, em R\$ bilhões – 2016 - 2022

| Ano | Primário | Secundário | Primário + Secundário |
|--------|----------|------------|-----------------------|
| 2016 | 5,22 | 14,33 | 19,54 |
| 2017 | 25,20 | 14,35 | 39,55 |
| 2018 | 6,69 | -11,52 | -4,83 |
| 2019 | 38,02 | -44,52 | -6,50 |
| 2020 | 40,36 | -39,66 | 0,70 |
| 2021 | 48,69 | -7,15 | 41,54 |
| jan/22 | 0,00 | 23,39 | 23,39 |
| fev/22 | 3,73 | 20,58 | 24,31 |
| mar/22 | 0,00 | 21,36 | 21,36 |
| abr/22 | 0,51 | -7,68 | -7,16 |
| mai/22 | 0,00 | -6,17 | -6,17 |
| jun/22 | 12,60 | 0,43 | 13,03 |
| jul/22 | 0,00 | 1,85 | 1,85 |
| ago/22 | 0,00 | 16,39 | 16,39 |
| set/22 | 0,68 | -0,09 | 0,59 |
| out/22 | 0,00 | 14,07 | 14,07 |
| nov/22 | 0,00 | 2,90 | 2,90 |
| dez/22 | 1,38 | 4,03 | 5,41 |
| 2022 | 18,90 | 91,08 | 109,98 |

Fonte: B3.

Nota: dados até o dia 9.12.22.

Mesmo com a forte entrada de investimento externo na bolsa de valores brasileira no 4T22, pode ser observado na Tabela 8.3, de indicadores amplos e setoriais da B3, que os índices despencaram na sua maioria no 4T22. Isso em função dos juros altos no Brasil, fazendo com que os investidores locais migrem da renda variável para renda fixa, seguindo o padrão histórico do Brasil, o que não é positivo para o crescimento e desenvolvimento da economia brasileira.

Na Tabela é possível verificar que o Ibovespa caiu 5,90% no 4T22, após ter subido 11,66% no 3T22. Dessa forma, do lado negativo, destaque para as quedas no 4T22 de 24,41% do IMOB, de 19,79% do ICON e de 16,06% do IFNC. Já do lado positivo, destaque para a alta de 18,65% do IMAT, índice relacionado às empresas de *commodities*, que está mais ligado à performance da economia internacional, relacionado especialmente ao desempenho da economia chinesa, onde o governo decidiu anunciar mais medidas de flexibilização das regras de *lockdown*, o que sinaliza que economia deve voltar a crescer mais, dada a retomada da atividade econômica.

Tabela 8.3 – Variação do Ibovespa e de outros índices da B3, em % - 2019-2022

| Índices | 2019 | 2020 | 2021 | 1T2022 | 2T2022 | 3T2022 | out./22 | nov./22 | dez./22 | 4T2022 | 2022 | 12 meses |
|-----------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|----------|
| Índices Amplos | | | | | | | | | | | | |
| IBOVESPA | 31,58 | 2,92 | -11,93 | 14,48 | -17,88 | 11,66 | 5,45 | -3,06 | -7,95 | -5,90 | -1,22 | -3,58 |
| IBRX100 | 33,40 | 3,50 | -11,17 | 14,89 | -17,94 | 10,77 | 5,57 | -3,11 | -8,08 | -5,98 | -1,81 | -4,06 |
| MLCX - Índice Mid-Large Cap | 32,09 | 3,21 | -9,54 | 15,19 | -17,11 | 10,63 | 5,46 | -2,47 | -7,92 | -5,29 | 0,04 | -2,15 |
| SMALL - Índice Small Caps | 58,19 | -0,65 | -16,20 | 6,69 | -24,72 | 14,47 | 7,30 | -11,23 | -10,48 | -14,72 | -21,60 | -23,40 |
| IDIV - Dividendos | 45,14 | -1,00 | -6,41 | 15,48 | -9,43 | 4,42 | 4,03 | 0,78 | -6,49 | -1,96 | 7,07 | 4,84 |
| Índices Setoriais | | | | | | | | | | | | |
| IEE - Energia Elétrica | 55,55 | 8,12 | -7,90 | 11,45 | -7,35 | -0,38 | 6,60 | -3,47 | -7,76 | -5,08 | -2,36 | -4,64 |
| INDX - Setor Industrial | 40,34 | 10,40 | 3,99 | -2,38 | -20,51 | 3,54 | 8,83 | -2,11 | -6,03 | 0,10 | -19,57 | -18,92 |
| ICON – Consumo | 55,26 | 0,81 | -26,11 | 5,41 | -28,67 | 15,08 | 6,28 | -14,29 | -11,94 | -19,79 | -30,60 | -31,68 |
| IMOB - Imobiliário | 70,61 | -24,27 | -31,14 | 8,50 | -21,61 | 30,78 | 2,17 | -16,57 | -11,32 | -24,41 | -15,92 | -17,91 |
| IFNC – Financeiro | 30,54 | -7,14 | -25,01 | 24,28 | -18,47 | 17,48 | 6,89 | -12,48 | -10,27 | -16,06 | -0,07 | -5,24 |
| IMAT - Básicos | 14,64 | 50,65 | 13,12 | 5,13 | -20,30 | -4,24 | 6,57 | 13,45 | -1,87 | 18,65 | -4,80 | -4,63 |
| UTIL - Utilities | 56,88 | 1,72 | -6,12 | 13,39 | -4,43 | 2,12 | 10,25 | -4,21 | -8,40 | -3,27 | 7,04 | 4,41 |

Fonte: B3.

Nota: dados coletados até 13.12.2022.

Por fim, em relação ao futuro, observa-se que o nível de incerteza é bastante elevado. Isso é função dos efeitos defasados das políticas monetárias mais restritivas para combater a alta da inflação no Brasil e no exterior. O que tende a gerar baixo crescimento ou até recessão em 2023. Além disso, no campo internacional, a guerra entre Rússia e Ucrânia continua, o nível de liquidez internacional foi reduzido e o crescimento esperado é baixo. Nesse contexto, o novo governo que assume o comando do país a partir de 1º de janeiro de 2023 terá enormes desafios para retomar o crescimento e o desenvolvimento econômico, algo que tem sido difícil nos últimos anos no Brasil. Assim, de acordo com o Relatório Focus divulgado no último dia 12 dezembro, com as projeções para 2023, o mercado projeta que o PIB crescerá 0,75%, o IPCA terá variação de 5,08%, a taxa de câmbio terminará em R\$/US\$ 5,25 e a taxa Selic encerrará em 11,75%.

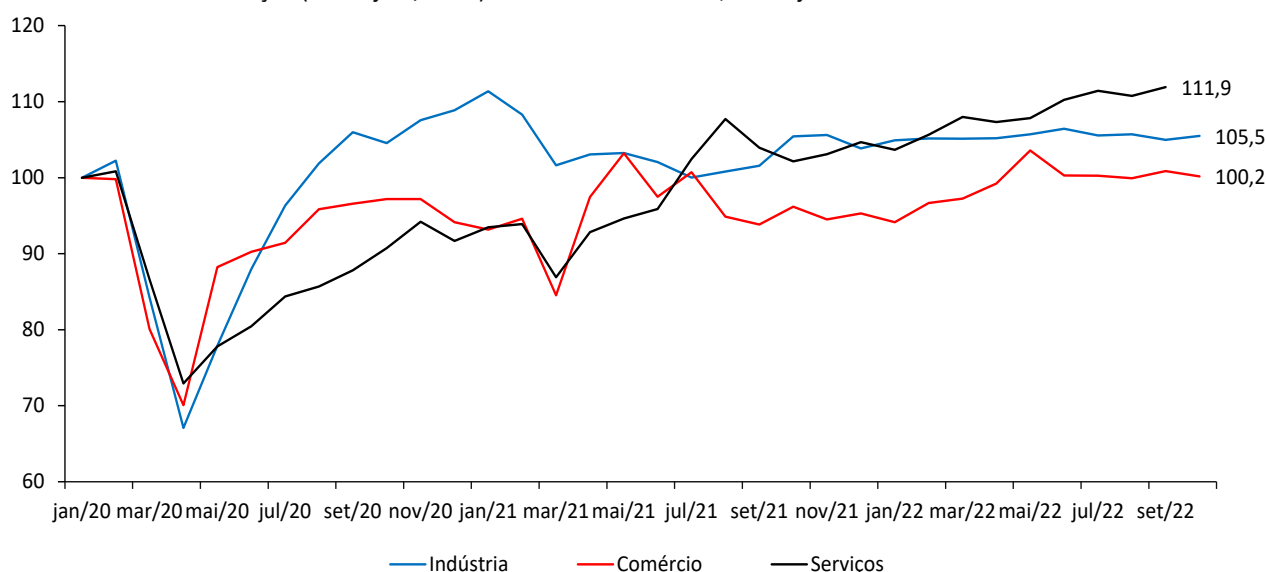
Denilson Alencastro

9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL: Indústria e Serviços crescem em ano de forte retração da Agropecuária

A performance geral da economia gaúcha em 2022 tem sido marcada pela queda da Agropecuária de um lado, e pelos desempenhos positivos da Indústria e dos Serviços, de outro. A

primeira atividade enfrentou uma quebra importante da safra de verão – notadamente das culturas de soja, arroz e milho – em função de uma forte estiagem durante os primeiros meses do ano. O Valor Adicionado Bruto (VAB) da Agropecuária apresentou retração de 57,5% no primeiro semestre. Para o ano fechado, a tendência é de que essa taxa se torne um pouco menos negativa em razão da boa safra de trigo do último trimestre, mas nada que compense as perdas no começo do ano.

Gráfico 9.1 - Índices da produção industrial, do volume de vendas do comércio varejista ampliado e do volume de serviços (100 = jan./2020) do Rio Grande do Sul, com ajuste sazonal - 2020-2022



Fonte: IBGE – PIM, PMC e PMS.

Por outro lado, as demais atividades têm apresentado crescimento em relação ao ano anterior (Gráfico 9.1). No caso da Indústria de transformação, embora o nível da produção física de outubro de 2022 esteja praticamente igual ao registrado em outubro de 2021, no acumulado do ano, de janeiro a outubro, a atividade apresenta expansão de 1,5% (Tabela 9.1). Em período mais recente, nos três meses terminados em outubro sobre os mesmos meses do ano anterior, a taxa de crescimento é um pouco maior, de 3,6%. No primeiro período, as atividades de maior crescimento foram as de produtos do fumo (28,5%), celulose e papel (18,9%), máquinas e equipamentos (16,9%) e veículos automotores, reboques e carrocerias (16,3%). Estas mesmas atividades também apresentaram as maiores taxas no acumulado do ano até outubro. Nesta comparação, as principais reduções se deram nas atividades de móveis (-13,8%), produtos químicos (-11,0%) e metalurgia (-10,2%).

Tabela 9.1 - Variação do volume da produção industrial do Rio Grande do Sul, em relação ao mesmo período do ano anterior, em % - 2022

| Atividades industriais | ago.-out./2022 | jan.-out./2022 |
|--|----------------|----------------|
| Indústrias de transformação | 3,6 | 1,5 |
| Produtos alimentícios | -1,7 | -1,9 |
| Bebidas | 3,5 | 5,4 |
| Produtos do fumo | 28,5 | 10,3 |
| Couros e calçados | 4,8 | -1,0 |
| Celulose e papel | 18,9 | 6,4 |
| Derivados do petróleo e biocombustíveis | 6,3 | 2,3 |
| Produtos químicos | -15,4 | -11,0 |
| Produtos de borracha e de material plástico | 2,8 | -2,4 |
| Produtos de minerais não-metálicos | 14,7 | 2,6 |
| Metalurgia | -10,0 | -10,2 |
| Produtos de metal | -1,0 | -3,5 |
| Máquinas e equipamentos | 16,9 | 13,1 |
| Veículos automotores, reboques e carrocerias | 16,3 | 16,8 |
| Móveis | -11,0 | -13,8 |

Fonte: IBGE - PIM.

O Comércio varejista ampliado do Rio Grande do Sul vem apresentando importantes oscilações desde 2020. O nível de vendas de outubro de 2022, após várias idas e vindas das vendas, está apenas levemente acima do observado em janeiro de 2020. Entretanto, quando a comparação é feita com o ano de 2021, os resultados são bastante positivos, exatamente porque ao longo daquele ano a atividade comercial do Estado apresentou um vale prolongado em sua evolução. Nos três meses terminados em outubro de 2022, contra igual período do ano anterior, as vendas do comércio apresentam crescimento de 6,6%, impulsionadas pelas elevações das vendas de combustíveis e lubrificantes (65,2%), livros, jornais, revistas e papelaria (30,1%), veículos, motocicletas, partes e peças (6,9%) e hipermercados e supermercados (4,3%) (Tabela 9.2). No acumulado do ano até outubro, a expansão foi de 3,8% contra os mesmos dez meses de 2021, com os maiores acréscimos vindo das vendas de combustíveis e lubrificantes (29,0%), livros, jornais, revistas e papelaria (27,7%), tecidos, vestuário e calçados (9,5%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (7,9%).

Tabela 9.2 - Variação do volume de vendas do Comércio varejista ampliado do Rio Grande do Sul, em relação ao mesmo período do ano anterior, em % - 2022

| Atividades | ago.-out./2022 | jan.-out./2022 |
|---|----------------|----------------|
| Comércio varejista ampliado | 6,6 | 3,8 |
| Combustíveis e lubrificantes | 65,7 | 29,0 |
| Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo | 4,3 | 5,5 |
| Tecidos, vestuário e calçados | 0,4 | 9,5 |
| Móveis | -14,4 | -9,4 |
| Eletrodomésticos | -6,9 | -6,8 |
| Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos | 4,4 | 5,2 |
| Livros, jornais, revistas e papelaria | 30,1 | 27,7 |
| Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação | -12,3 | -27,5 |
| Outros artigos de uso pessoal e doméstico | -0,9 | 7,9 |
| Veículos, motocicletas, partes e peças | 6,9 | -1,6 |
| Material de construção | -8,1 | -12,8 |

Fonte: IBGE - PMC.

A atividade de Serviços, a de maior representatividade no VAB total do Estado, é a que tem apresentado o melhor desempenho ao longo de 2022. Nos três meses terminados em setembro de 2022, contra iguais meses de 2021, os Serviços gaúchos cresceram 6,5%, com as maiores altas sendo verificadas nos serviços prestados às famílias (19,5%) e nos transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (15,1%) (Tabela 9.3). E no acumulado do ano até setembro, a alta dos serviços foi, inclusive, mais expressiva, com expansão de 12,2%, com os serviços prestados às famílias (33,0%), transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (16,0%) crescendo acima da média do setor.

Tabela 9.3 - Variação do volume dos Serviços do Rio Grande do Sul, em relação ao mesmo período do ano anterior, em % - 2022

| Atividades | ago.-set./2022 | jan.-set./2022 |
|--|----------------|----------------|
| Serviços | 6,5 | 12,2 |
| Serviços prestados às famílias | 19,5 | 33,0 |
| Serviços de informação e comunicação | 4,4 | 5,5 |
| Serviços profissionais, administrativos e complementares | -6,8 | 9,8 |
| Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio | 15,1 | 16,0 |
| Outros serviços | 6,1 | 10,8 |

Fonte: IBGE - PMS.

As exportações gaúchas, de setembro a novembro de 2022, alcançaram o valor de US\$ 5.968,6 milhões, uma alta de 6,0% na comparação com a do mesmo período do ano anterior. No acumulado do ano até novembro, o valor das vendas externas foi de US\$ 20.416,3 milhões, um acréscimo de 5,8% em relação aos mesmos 11 meses de 2021. Setorialmente, houve queda nas vendas externas de

produtos agropecuários, que recuaram 31,9% em termos relativos e US\$ 2.049,2 milhões em termos absolutos, a partir da redução expressiva dos embarques de soja para a China. Por outro lado, houve elevado crescimento das vendas de produtos industriais, marcadamente veículos automotores, reboques e carrocerias (73,6%), produtos do fumo (70,2%) e derivados de petróleo (53,5%).

No mercado de trabalho, segundo as informações da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), o número de ocupados do terceiro trimestre de 2022 foi de 5.885 mil pessoas no Rio Grande do Sul, uma elevação de 5,6% em relação ao número do terceiro trimestre de 2021. Em termos absolutos, o número de ocupados cresceu em 312 mil pessoas na mesma base de comparação. A taxa de desocupação ficou em 6,0% no terceiro trimestre de 2022, uma queda de 2,4 pontos percentuais em relação ao mesmo período de 2021. O rendimento médio real apresentou elevação de 4,1% em relação ao mesmo trimestre de 2021. E a massa real de rendimentos, impulsionada tanto pelo aumento dos ocupados quanto pelo crescimento do rendimento médio, expandiu-se 9,8% no período. Dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) sobre o mercado de trabalho formal do Estado informam que houve a geração de 33.994 empregos entre agosto e outubro de 2022, e de 116.568 no acumulado do ano até outubro.

Martinho Roberto Lazzari

10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR – PORTO ALEGRE: inflação volta a acelerar em novembro impulsionada pelos preços dos combustíveis e dos alimentos

10.1 Índice de Preços ao Consumidor

O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) do IEPE sinalizou aceleração da inflação entre outubro e novembro de 2022. A taxa de variação de novembro (0,71%) mostrou-se superior em 0,56 ponto percentual (p.p.) em relação ao mês de outubro (0,15%), sendo que a aceleração foi liderada pelo aumento expressivo verificado no subgrupo Combustíveis, de 2,99%, bem como a significativa variação do subgrupo *In natura* (4,38%). Ressalte-se que o IPC/IEPE havia marcado deflação em agosto (-0,24%) e setembro (-0,08%).

Depois de registrar deflação mensal e consecutiva entre junho e outubro de 2022, o subgrupo Combustíveis sinalizou variação positiva (2,99%) no mês de novembro, marcando uma mudança no comportamento dos preços dos combustíveis. Os cinco meses de variação negativa do mencionado

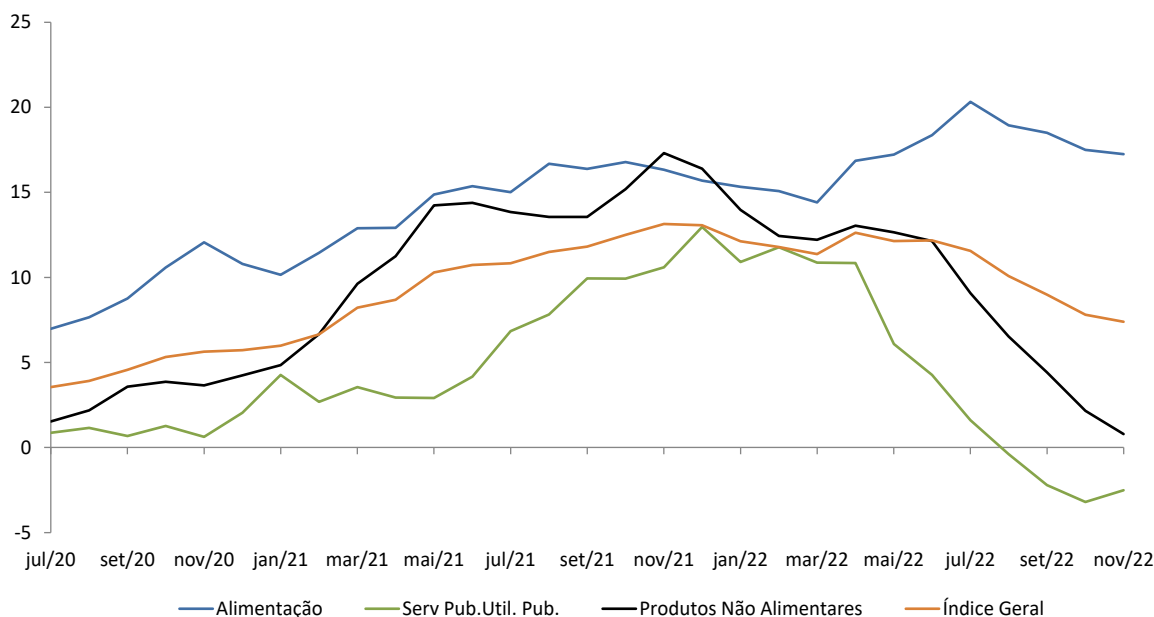
subgrupo totalizaram queda acumulada de aproximadamente 21,90% no referido período, retratando os efeitos da redução do Imposto sobre Circulação de Mercadorias (ICMS) que teve início em junho de 2022. A Lei Complementar 194 de 2022 que trata o referido imposto abrangeu também gás natural, energia elétrica, comunicação e transporte coletivo. O preço médio da Gasolina Comum chegou a marcar uma queda acumulada no ano, até outubro, de 34,10%, enquanto o Álcool Combustível alcançou 35,32% de redução acumulada no mesmo período.

Deve-se salientar que durante esses cinco meses os efeitos das deflações registradas no subgrupo Combustíveis foram visíveis sobre os resultados do seu grupo Não Alimentares, o qual também chegou a sinalizar deflação de julho a outubro, que por sua vez influenciou o resultado da inflação nesse período. Essa constatação apresentada indica o efeito direto da redução na tributação do ICMS sobre os resultados do índice, considerando-se os itens específicos beneficiados pela medida fiscal. Mas, adicionalmente, observa-se o efeito indireto (desoneração de custos de produção e transporte) dessa medida fiscal sobre os demais grupos do IPC/IEPE, que, mesmo não registrando deflação, sinalizavam desaceleração na sua taxa de crescimento. O importante grupo da Alimentação serve como exemplo da desaceleração de preços constatada nesse período, em julho a variação foi de 2,34%, a partir daí sinalizou taxas decrescentes de variação mensal, chegando a 0,65% em outubro de 2022. Em novembro, o grupo Alimentação acusou nova aceleração na sua taxa de crescimento, de 0,87%. Adicionalmente, o grupo Serviços Públicos e de Utilidade Pública também internalizou nos seus preços o efeito da redução do ICMS, registrando deflação em agosto e outubro de 0,60% e 0,42%, respectivamente.

Quanto ao acumulado do ano de 2022, o IPC/IEPE alcançou uma inflação de 6,60%, até novembro, equivalente a uma taxa média mensal de inflação de aproximadamente 0,58%. Em igual período de 2021, a taxa acumulada de inflação foi de 12,24%.

Quanto ao acumulado dos últimos doze meses, até novembro, o IPC apresentou um aumento de 7,39%, um valor inferior aos 7,80% registrados nos doze meses imediatamente anteriores (Gráfico 10.1). A análise dos dados dos grupos do IPC/IEPE dos últimos doze meses, indicou que o processo de crescimento inflacionário é justificado pelos reajustes de preços dos produtos alimentícios (17,25%). Na mesma métrica, o grupo Outros Serviços apresenta um acumulando de 6,69%. Já o grupo de Serviços Públicos e de Utilidade Pública é o único do índice que apresenta um acumulado negativo nesses 12 meses, de -2,51%.

Gráfico 10.1 – Taxa acumulada em doze meses do IPC, dos grupos Alimentação, Não Alimentares e Serviços Públicos e de Utilidade Pública, em % – jul./2020 – nov./2022



Fonte: IPC/IEPE-UFRGS.

O Gráfico mostra importante desaceleração na taxa acumulada dos doze meses do Índice desde abril (12,63%) de 2022, impactado de maneira robusta pela redução da taxa de crescimento dos doze meses do grupo Não Alimentares, o qual havia marcado em abril de 2022 uma taxa de aumento de 13,04%, sendo que alcançou apenas 0,79% em novembro, nessa métrica.

A seguir estão relacionados os itens de consumo e serviços, dentre os 325 itens da amostra do IPC/IEPE, que mais contribuíram, tanto negativamente quanto positivamente, para o resultado do índice no mês de novembro de 2022:

- 1) Gasolina Comum (aumento de 7,31% e contribuição de 0,26346%);
- 2) Batata Inglesa (10,78% e contribuição de 0,09723%);
- 3) Água DMAE (11,77% e contribuição de 0,08418%);
- 4) Tomate (17,21% e contribuição de 0,04729%);
- 5) Cebola (11,96% e contribuição de 0,04458%);
- 6) Leite Longa Vida Integral (redução de -5,80% e contribuição de -0,11669%);
- 7) Gás de Cozinha (-3,05 e contribuição de -0,07684%);
- 8) Leite Natural Tipo C (-4,32% e contribuição de -0,02377%).

Observando os dados anteriores das contribuições dos itens na configuração e formação do IPC/IEPE em novembro, aponta-se a expressiva contribuição positiva da Gasolina Comum na formação do Índice de novembro de 2022, respondendo por aproximadamente 37% da inflação do mês. Deve-

se ressaltar que foi constatado na maior parte dos meses de 2022 um comportamento contrário ao verificado em novembro, ou seja, em vários meses deste ano a Gasolina Comum teve impacto negativo expressivo, sobretudo na implementação da redução das alíquotas do ICMS sobre combustíveis em junho de 2022. A taxa acumulada no ano, até novembro, no subgrupo Combustíveis é de -18,17%.

Salienta-se que a Batata Inglesa, o Tomate e a Cebola, que pertencem ao subgrupo *In natura*, estão na lista dos itens com maior impacto positivo sobre o resultado de novembro de 2022, com significativos aumentos de preços. Sinaliza-se, como já mencionado anteriormente, que o referido subgrupo marcou 4,38% de variação em novembro, perfazendo uma taxa acumulada no ano de 32,79%.

10.2 Custo do Cesto Básico

O Cesto Básico/IEPE registrou um custo de R\$ 1.277,23 em novembro de 2022, indicando que em relação ao mês anterior houve um acréscimo monetário de R\$ 1,82, o que representa uma taxa de variação de 0,14%. Nos últimos doze meses, a variação acumulada chegou a 13,83%, valor inferior ao apurado no período imediatamente anterior, de 14,55%. Quanto ao acumulado de 2022, até novembro, o indicador marcou uma taxa de crescimento de 13,32%, inferior ao acumulado em igual período de 2021, de 19,11%. Destaca-se uma forte retratação das taxas de crescimento dos preços dos produtos essenciais ao consumidor de julho a novembro, tendo as quedas sucessivas do preço do Leite Longa Vida Integral importante participação nesse processo.

Analisando as contribuições de cada produto integrante do Custo do Cesto Básico no decorrer do mês de novembro, verificou-se que trinta e seis produtos tiveram seus preços aumentados, contribuindo assim com 0,92% no custo total do Cesto. Por outro lado, quatorze produtos apresentaram reduções de preço, contribuindo com -0,78%. O item Cigarro não variou de preço.

Dentre os 51 produtos que contribuiram, seja positiva, seja negativamente, para esta variação mensal de 0,14%, destacaram-se:

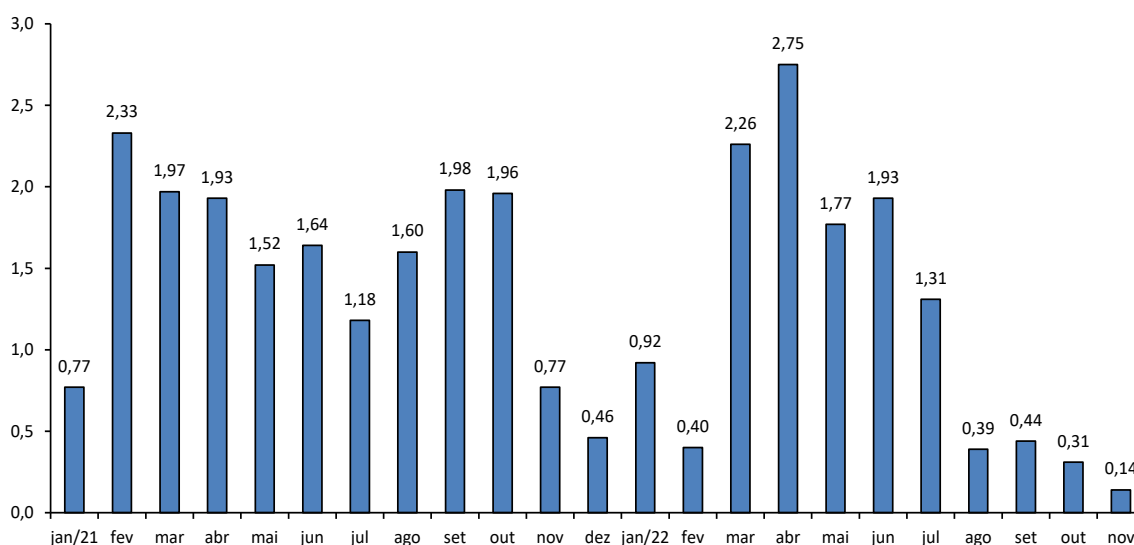
- 1) Batata Inglesa (aumento de 9,64% e contribuição de 0,2253%);
- 2) Carne de Frango (1,11% e contribuição de 0,0938%);
- 3) Refrigerante (1,60% e contribuição de 0,0758%);
- 4) Arroz Agulha (2,21% e contribuição de 0,0698%);
- 5) Tomate (19,09% e contribuição de 0,0692%);
- 6) Gás de Cozinha (redução de -6,05% e contribuição de -0,4022%);
- 7) Leite Longa Vida Integral (-4,72% e contribuição de -0,2610%);

- 8) Ovos de Granja (-1,76% e contribuição de -0,0246%);
- 9) Queijo Lanche/Mussarela (-1,12% e contribuição de -0,0223%);
- 10) Papel Higiênico (-1,33% e contribuição de -0,0181%).

A relação anterior apresenta o forte impacto (0,2253%) da Batata Inglesa na formação do resultado do Cesto Básico de novembro de 2022, superior ao próprio resultado do Cesto Básico. Por outro lado, as reduções dos preços do Gás de Cozinha e do Leite Longa Vida Integral foram relevantes na configuração do resultado de novembro.

O Gráfico 10.2 permite visualizar que a taxa de crescimento do Cesto Básico de novembro (0,14%) é a menor do ano, representando uma desaceleração no nível de preços dos produtos essenciais ao consumidor. Ressalta-se que o resultado de novembro se deve ao forte impacto negativo do Gás de Cozinha e do Leite Longa Vida Integral, que juntos têm peso de aproximadamente -0,66% no Cesto Básico. O Leite Longa Vida Integral depois de atingir seu pico de preço em julho de 2022, vem desde agosto se destacando como um dos produtos com maior impacto negativo nos resultados mensais do indicador econômico, apresentando quedas de preços expressivas a cada mês.

Gráfico 10.2 - Taxa de variação mensal do custo do Cesto Básico, em % - jan./2021 – nov./2022



Fonte: IPC/IEPE-UFRGS.

O Gráfico também mostra as expressivas taxas de crescimento ocorridas nos produtos básico do consumidor ao longo de 2021 e na primeira metade de 2022, de forma que surgem expectativas de futuros processos de acomodações de preços em patamares mais baixos.

Everson Vieira dos Santos