

ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 26 | Número 1 | Março 2024

Relatório de Inflação

Volume 26 | Número 1 | Março 2024

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Os textos, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir:

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bcb.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 26, nº 1.

Convenções estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- * dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo-se o primeiro e o último.

A barra (/) entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo-se o primeiro e o último, ou, se especificado no texto, o ano-safra ou o ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamento.

Não é citada a fonte dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/faleconosco>>

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

Missão e objetivos

O Banco Central do Brasil (BC) tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o BC também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego. O cumprimento do objetivo de assegurar a estabilidade de preços se dá por meio do regime de metas para a inflação, as quais são estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

A experiência, tanto doméstica quanto internacional, mostra que a melhor contribuição da política monetária para que haja crescimento econômico sustentável, desemprego baixo e melhora nas condições de vida da população é manter a taxa de inflação baixa, estável e previsível.

A literatura econômica indica que taxas de inflação elevadas e voláteis geram distorções que levam a aumento dos riscos e impactam negativamente os investimentos. Essas distorções encurtam os horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos e deterioram a confiança de empresários. Taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Além disso, produzem dispersão ineficiente de preços e diminuem o valor informacional que os mesmos têm para a eficiente alocação de recursos na economia.

Inflação alta e volátil tem, ainda, efeitos redistributivos de caráter regressivo. As camadas menos favorecidas da população, que geralmente têm acesso mais restrito a instrumentos que as protejam da perda do poder de compra da moeda, são as mais beneficiadas com a estabilidade de preços.

Em resumo, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, afetam a geração de empregos e de renda, e pioram a distribuição de renda.

Implementação

A política monetária tem impacto sobre a economia com defasagens longas, variáveis e incertas, usualmente estimadas em até dois anos. Devido à substancial incerteza associada a projeções de inflação no horizonte relevante para a condução da política monetária, em grande medida decorrente da incidência natural de choques favoráveis e desfavoráveis na economia ao longo do tempo, é

de se esperar que, mesmo sob condução apropriada da política monetária, a inflação realizada oscile em torno da meta. O Copom deve procurar conduzir a política monetária de modo que suas projeções de inflação apontem inflação convergindo para a meta. Dessa forma, é natural que a política monetária seja realizada olhando para o futuro.

O arcabouço de metas para a inflação no Brasil é flexível. O horizonte que o BC vê como apropriado para o retorno da inflação à meta depende tanto da natureza dos choques que incidem sobre a economia quanto de sua persistência.

O BC entende que uma comunicação clara e transparente é fundamental para que a política monetária atinja seus objetivos de maneira eficiente. Assim, regularmente o BC publica avaliações sobre os fatores econômicos que determinam a trajetória da inflação, além de riscos potenciais a essa trajetória. Os Comunicados e Atas do Copom e o Relatório de Inflação são veículos fundamentais na comunicação dessas avaliações.

Relatório de Inflação

As projeções para a inflação são apresentadas em cenários com condicionantes para algumas variáveis econômicas. Tradicionalmente, os condicionantes referem-se às trajetórias da taxa de câmbio e da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ao longo do horizonte de projeção. Além do cenário de referência, cenários alternativos também podem ser apresentados. É importante ressaltar que os cenários apresentados no Relatório de Inflação são alguns dos instrumentos quantitativos que servem para orientar as decisões de política monetária do Copom e que seus condicionantes não constituem e nem devem ser vistos como previsões do Comitê sobre o comportamento futuro dessas variáveis.

As projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza envolvido. As projeções de inflação dependem não apenas dos condicionamentos feitos para as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de outras variáveis.

O Copom utiliza um conjunto amplo de modelos e cenários, com condicionantes a eles associados, para orientar suas decisões de política monetária. Ao expor alguns desses cenários, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

Sumário

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	7
Conjuntura econômica	11
1.1 Cenário externo	12
1.2 Conjuntura interna	21
Atividade econômica	21
Mercado de trabalho	25
Crédito	27
Fiscal	29
Contas externas	32
Preços	34
Perspectivas para a inflação	47
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	48
2.2 Projeções condicionais	50
Condicionantes	50
Determinantes da inflação	51
Projeções de inflação	54
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	56
Boxes	
Revisão da projeção do PIB para 2024	41
Projeção para a evolução do crédito em 2024	43
Projeções para as contas externas de 2024	44
Decomposição da inflação de 2023	59
Apêndice	63

Sumário executivo

O ambiente externo segue volátil, marcado pelos debates sobre o início da flexibilização de política monetária nas principais economias e a velocidade com que se observará a queda da inflação de forma sustentada em diversos países. Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas em um ambiente marcado por pressões nos mercados de trabalho. O cenário segue exigindo cautela por parte de países emergentes.

No cenário doméstico, o conjunto de indicadores de atividade econômica se mostrou consistente com o cenário antecipado de desaceleração da economia. O Produto Interno Bruto (PIB) ficou estável no segundo semestre de 2023, após forte crescimento na primeira metade do ano. Os dados já disponíveis para o início deste ano, contudo, sugerem maior aquecimento da economia e levaram a revisão da projeção de crescimento do PIB em 2024, de 1,7% para 1,9%. O mercado de crédito, que em 2023 registrou desaceleração, dá sinais de recuperação, com aumento das concessões e queda dos juros e da inadimplência. O mercado de trabalho tem mostrado dinamismo, destacando-se a retomada da queda da taxa de desocupação e o crescimento mais forte dos salários.

A inflação acumulada em doze meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), recuou desde o Relatório anterior, de 4,68% para 4,50%. Contudo, na métrica trimestral ajustada sazonalmente, a inflação cheia e a média dos núcleos de inflação aumentaram para patamares que superam a meta de inflação. O IPCA apresentou variação 0,54 p.p. acima do cenário de referência apresentado no Relatório anterior. Essa surpresa de alta se deveu aos segmentos de preços administrados e alimentação no domicílio. No segmento de serviços, houve surpresa para cima com o seu componente subjacente.

Apesar da inflação de curto prazo mais elevada, as expectativas de inflação para 2024 recuaram de 3,93% para 3,79%, segundo a mediana apurada pela

pesquisa Focus. Contudo, as expectativas para os anos seguintes mantiveram-se estáveis em 3,5%, acima da meta de inflação.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 261ª reunião do Copom, realizada em 19 e 20.3.2024. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 15.03.2024, a menos de indicação contrária.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário de referência, a trajetória para a taxa de juros é extraída da pesquisa Focus e a taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,95, evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC). O preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses e passa a aumentar 2% ao ano posteriormente. Na comparação com o Relatório anterior, no cenário de referência, as projeções de inflação permaneceram em 3,5%, 3,2% e 3,2% para 2024, 2025 e 2026, respectivamente. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 4,4% em 2024, 3,9% em 2025 e 3,4% em 2026.

Em sua reunião mais recente (261ª reunião), considerando a evolução do processo de desinflação, os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 10,75% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano de 2024 e, em grau maior, o de 2025. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

A conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento, expectativas de inflação com reancoragem apenas parcial e um cenário global desafiador, demanda serenidade e moderação na condução da política monetária. O Comitê reforça a necessidade de perseverar com uma política monetária contracionista até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

O Comitê avalia que o cenário-base não se alterou substancialmente. Em função da elevação da

incerteza e da consequente necessidade de maior flexibilidade na condução da política monetária, os membros do Comitê, unanimemente, optaram por comunicar que anteveem, em se confirmando o cenário esperado, redução de mesma magnitude na próxima reunião. O Comitê avalia que essa é a condução apropriada para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário.

O Comitê enfatiza que a magnitude total do ciclo de flexibilização ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular daquelas de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.

Conjuntura econômica

Este capítulo do Relatório de Inflação (RI) analisa a evolução recente da conjuntura econômica, considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade.

A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado de trabalho, à evolução do mercado de crédito, aos desempenhos das contas públicas e das contas externas do país. A seção final do capítulo analisa o comportamento da inflação e das expectativas de mercado, considerando as trajetórias dos principais indicadores de preços.

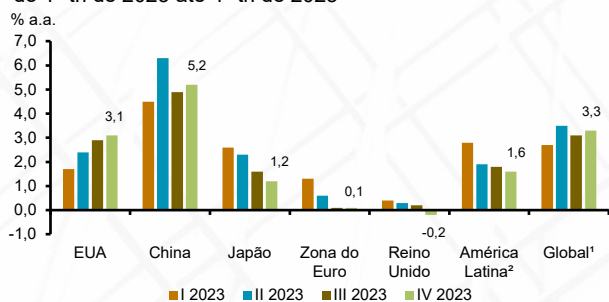
1.1 Cenário externo

O ambiente externo caracteriza-se pela continuidade gradual do processo de desinflação, e pela manutenção do ritmo de crescimento projetado para 2023 e 2024. O ritmo da normalização depende da velocidade em que se ajustam as divergências setoriais e regionais observadas após os choques nos últimos anos. Também depende de que a realização de variáveis relevantes reforce as expectativas e reduza as incertezas quanto à consolidação do processo de desinflação. Desde o último Relatório de Inflação, observou-se uma revisão do otimismo com a velocidade do processo desinflacionário e uma reavaliação sobre o momento de redução das taxas de juros nas principais economias. Nas principais economias, o efeito combinado explica o retorno das taxas de juros de longo prazo e a postergação das expectativas de redução das taxas de juros de curto prazo, convergindo cenários de mercado e dos Bancos Centrais. O apetite ao risco pelos ativos de economias emergentes não foi afetado significativamente.

As expectativas de inflação permanecem ancoradas, não obstante, o núcleo de inflação ainda se encontra em níveis elevados e acima da meta em muitas economias. Surpresas com a resiliência dos mercados de trabalho prologam o risco de que os núcleos permaneçam persistentemente elevados durante um período mais longo que o anteriormente esperado. Neste cenário, os bancos centrais das principais economias vêm manifestando a necessidade de terem maior confiança de que a inflação retornará às suas metas e continuam reafirmando seus compromissos em promover a convergência da inflação, ressaltando a necessidade de manter as taxas de juros em patamares restritivos por um período longo o suficiente para concluir a etapa final do processo de desinflação.

Com diferentes gradações entre os blocos regionais, a atividade global continua demonstrando resiliência ante o aperto de política monetária, coerente com a robustez de empregos, salários e preços de ativos. Esta característica manifesta-se em crescimento global moderado, que ainda encontra sustentação em um mercado de trabalho aquecido, no consumo das famílias e em ganhos reais de renda. O setor de serviços segue como destaque de crescimento, refletindo as mudanças no perfil do consumo das famílias e os mercados de trabalho robustos. O comércio internacional e a produção industrial seguem moderados. Impactos associados aos

Gráfico 1.1.1 – Crescimento do PIB do 1º tri de 2023 até 4º tri de 2023

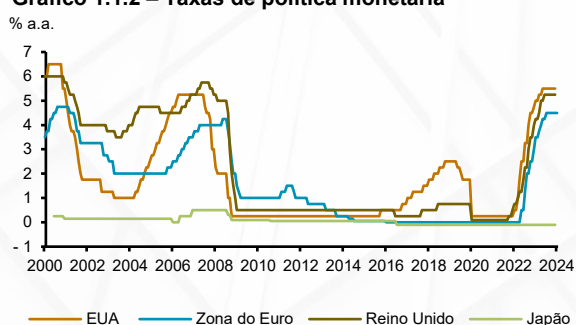


Fontes: Bloomberg, BC

1/ calculado conforme descrito no Boxe "Modelo de projeções e análise macroeconômica da economia global" do RI de set/22.

2/ Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Gráfico 1.1.2 – Taxas de política monetária¹



Fonte: Bloomberg

1/ Até 15 de março.

eventos de estresse no setor bancário internacional ocorridos no primeiro semestre do ano passado e à continuação do conflito na Europa e no Oriente Médio continuam se reduzindo.

A economia dos Estados Unidos da América (EUA) continua apresentando sinais de solidez. No quarto trimestre de 2023, o PIB americano aumentou 3,2% T/T anualizado, com sustentação do consumo das famílias, que tem sido beneficiado do mercado de trabalho aquecido, apesar da moderação de crédito. O investimento fixo tem demonstrado crescimento baixo, em grande parte em virtude dos efeitos das taxas de juros historicamente elevadas sobre os gastos residenciais e de capital. A persistência de indicadores de confiança em níveis baixos, o processo de cumulativa exaustão das condições de liquidez acumulada pelas famílias desde a pandemia de Covid-19 e o ambiente econômico ainda incerto sugerem perspectivas de moderação da atividade americana.

O mercado de trabalho segue com sinais de aperto, sendo gradualmente compensados com sinais de rebalanceamento entre demanda e oferta nos últimos meses. Os novos empregos criados nos dois primeiros meses de 2024 foram em média de 252 mil, próximos à média de 2023 (251 mil). A taxa de desemprego tem se elevado moderadamente desde o início de 2023, alcançando 3,9% em fevereiro de 2024, embora com taxas próximas do mínimo histórico e abaixo da estimativa oficial para taxa não cíclica¹ (4,4%). As vagas de emprego em aberto têm declinado no período recente, sugerindo uma amenização dos desbalanceamentos entre oferta e demanda de trabalhadores, apesar de permanecer em taxas próximas aos auges dos últimos ciclos. A taxa de participação segue evidenciando recuperação ao longo dos últimos meses, principalmente no segmento etário *prime age*. Os salários nominais continuam crescendo a taxas elevadas, enquanto a desaceleração da inflação impulsiona a aceleração em termos reais (4,3% a.a. em termos nominais e 1,1% a.a. em termos reais em fevereiro²).

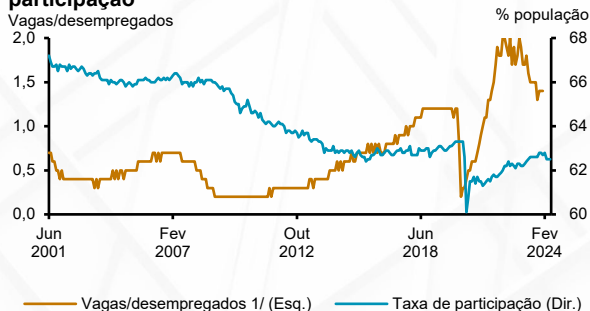
A inflação americana segue em compasso de desaceleração gradual, sujeita a descontinuidades, desde o segundo semestre de 2022, refletindo a dissipação dos choques sobre energia e alimentos, assim como os efeitos da moderação na margem dos preços de aluguéis e os efeitos acumulados da

1/ Valor estimado pelo *Congressional Budget Office* (CBO).

2/ Valor referente ao indicador "Average Hourly Earnings".

política monetária restritiva. Contudo, se mantém ainda acima do objetivo de política monetária do *Federal Open Market Committee* (FOMC), registrando 3,2% a.a. em fevereiro³. O núcleo de inflação tem demonstrado maior persistência, registrando avanço de 3,8% em fevereiro, explicada especialmente pela dinâmica mais inercial dos preços de serviços em um ambiente de mercado de trabalho pressionado. As perspectivas são de que a inflação recue em ritmo lento e convirja para a meta apenas no final de 2025, refletindo o efeito acumulado das ações de política monetária e a desaceleração esperada da atividade econômica.

Gráfico 1.1.3 – EUA – Ofertas de emprego e taxa de participação



Fonte: Bloomberg
1/ Até janeiro/2024.

Como resposta ao contexto de inflação persistentemente elevada, o *Federal Reserve* (Fed) aumentou a taxa dos *Fed Funds* em 5,25 p.p. desde o início de 2022 até março de 2023. Na sua última reunião, o FOMC manteve a taxa dos *Fed Funds* no intervalo entre 5,25% e 5,5%, sugerindo postura de cautela em relação ao fluxo de dados econômicos e a necessidade de confiança sobre a convergência da inflação como requisito para o início do ciclo de afrouxamento monetário. Ademais, o Fed segue com o processo de redução do estoque de títulos públicos e de *mortgage-backed securities* (MBS) em seu balanço, com contração programada de até US\$ 95 bilhões ao mês desde setembro de 2022.

A Zona do Euro escapou da previsão de recessão técnica ao registrar estagnação do PIB no quarto trimestre de 2023, em relação ao terceiro trimestre após queda no período anterior (-0,1% T/T). O destaque positivo foi a contribuição da formação bruta de capital, de 0,2 p.p. e negativo, a contribuição das exportações líquidas, de -0,3 p.p. A principal economia do bloco, a Alemanha, registrou pior desempenho, com contração de 0,3% T/T. Além disso, algumas economias da região registraram dois trimestres seguidos de queda no PIB no fechamento do ano, caracterizando recessão técnica: Estônia, Irlanda e Finlândia, na Zona do Euro; Suécia, na União Europeia; e Reino Unido (-0,3% T/T ante -0,1% T/T). A inflação⁴ acumulada em 12 meses seguiu desacelerando na Zona do Euro: após fechar 2023 em 2,9% a.a., registrou 2,8% a.a. em janeiro, e 2,6% a.a. em fevereiro. O núcleo, que exclui energia e alimentos (além de álcool e tabaco), também registrou desaceleração: fechamento do ano em 3,4% a.a., 3,3% a.a. em janeiro, e 3,1% a.a. em fevereiro. Já no Reino Unido, a alta anual dos preços, medida pelo

3/ Valor referente ao deflator do *Consumer Price Index* (CPI).

4/ Valor referente ao Preços ao Consumidor Harmonizado (HICP).

CPI, foi de 4,0% a.a. em janeiro e o núcleo ex-energia, alimentação, álcool e tabaco registrou variação de 5,1% a.a.; valores que repetem as variações registradas em dezembro.

Em 07 de março, o Banco Central Europeu (BCE) decidiu manter novamente suas três taxas de juros principais no patamar que alcançaram em setembro de 2023, após sucessivas elevações, desde julho de 2022. A taxa de depósito de 4,0% a.a. é recorde para a região. O Comitê de Política Monetária destacou que a economia segue enfraquecida, com contenção nos gastos dos consumidores e moderação dos investimentos. Persistem pressões inflacionárias decorrentes de aumentos de salários, com queda na produtividade. No entanto, à medida em que a inflação cai, o crescimento dos salários leva à recuperação da renda, ensejando crescimento econômico. Com isso, pesquisas apontam para uma recuperação gradual da economia ao longo de 2024. No Reino Unido, a taxa de juros mantém-se em 5,25% a.a., patamar também alcançado em setembro do ano passado, após 14 altas consecutivas, desde dezembro de 2021. O Comitê de Política Monetária, no comunicado da reunião de 01 de fevereiro, destacou que espera queda temporária da inflação para a meta de 2,0%, voltando, porém, a subir nos trimestres seguintes. Apesar do crescimento do PIB mais fraco que o esperado em 2023, com trajetória do consumo das famílias bem abaixo das expectativas, indicadores mais atuais sugerem aumento da atividade econômica no primeiro trimestre do ano.

Na China, o crescimento do produto interno bruto atingiu 5,2% em 2023, em linha com as expectativas, atendendo à meta determinada pelo governo para o ano e com forte aceleração relativamente à taxa referente ao ano anterior. O setor terciário representou 54,6% do valor adicionado agregado da economia, com aumento de 1,2 p.p. relativamente ao ano anterior, em contraposição a quedas de participação dos setores primário e secundário. Na margem, se observou aceleração do crescimento no quarto trimestre de 2023 de 0,3 p.p. para 5,2%, na comparação interanual, parcialmente atribuído à base de comparação, em razão de efeitos defasados da pandemia de Covid-19 na forma de restrições à mobilidade aplicadas a algumas províncias relevantes no último trimestre de 2022. Esses efeitos foram mais pronunciados nos setores de transportes e de hotelaria e alimentação.

Indicadores de atividade econômica divulgados pelo *National Bureau of Statistics* (NBS), referentes ao primeiro bimestre, revelam que o ritmo de crescimento da economia chinesa se manteve sustentado neste início de ano. A produção industrial e o investimento em ativo fixo apresentaram aceleração e surpreenderam as expectativas, ao passo que os serviços e as vendas no varejo perderam impulso. A taxa de desemprego está em linha com o padrão sazonal, porém persistem desafios na inserção da população jovem no mercado de trabalho.

O governo continua comprometido em conduzir um ajuste estrutural no setor de incorporação imobiliária, com foco em reduzir riscos de que as dificuldades nesse setor sejam transmitidas para os demais setores da economia. Os dados referentes ao primeiro bimestre apontam para redução pronunciada do investimento em incorporação imobiliária, da área em construção, da área em construção iniciada, da área edificada vendida e um acúmulo de unidades edificadas à venda.

A segunda sessão plenária do 14º Congresso Nacional do Povo aprovou as metas de crescimento econômico, de inflação e da taxa de desemprego para este ano iguais às do ano passado. Observe-se que a população se reduziu em 2022 e em 2023, o que não ocorria desde 1961. Os salários apresentaram ganhos reais nos últimos vinte anos e o governo reconhece que a transição estrutural da economia enseja vetores de crescimento da demanda agregada que dependerão cada vez menos do investimento em infraestrutura e da demanda externa e cada vez mais do investimento em tecnologia e do consumo das famílias.

No último trimestre de 2023, a maior parte das economias emergentes voltou a registrar crescimento positivo do produto na comparação interanual. Na América Latina, por outro lado, Argentina e Peru voltaram a registrar contração no PIB, refletindo principalmente fatores idiossincráticos. Ao longo do trimestre houve sensível melhora nas condições financeiras internacionais, relacionada principalmente às perspectivas sobre o futuro da política monetária americana, o que favoreceu o apetite por ativos destas economias. Com isso, em geral, houve alta nos mercados acionários e valorização das moedas de economias emergentes. Nos primeiros meses de 2024, ocorreu movimento inverso, de desvalorização das moedas destas economias, devido entre outros fatores, a reavaliação pelos mercados, do início do corte de juros nos EUA. A atividade nas economias

Gráfico 1.1.4 – IPC – Países avançados¹

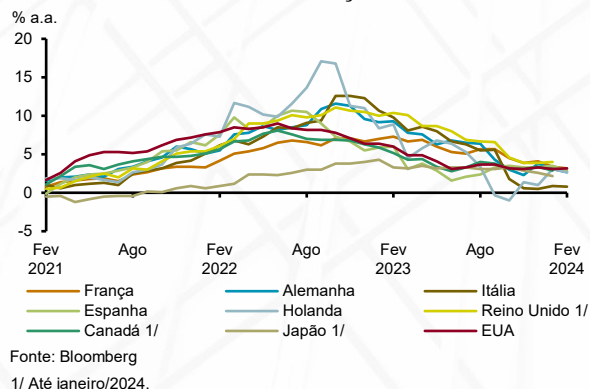


Gráfico 1.1.5 – Núcleo do IPC – Países avançados

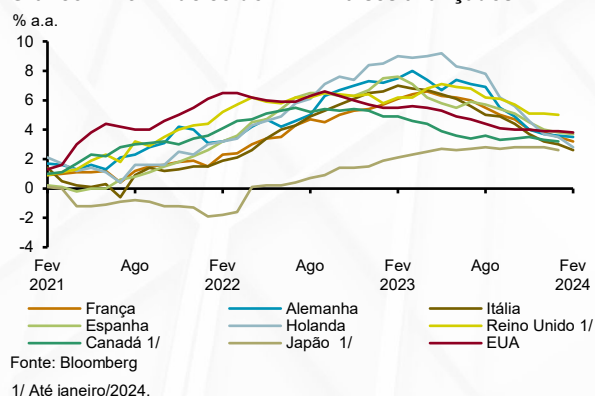
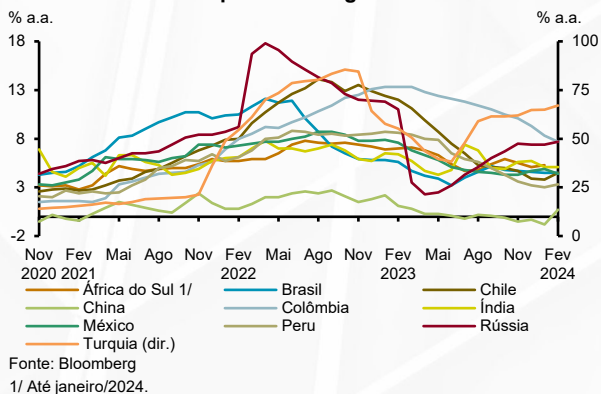


Gráfico 1.1.6 – IPC – países emergentes



emergentes segue sujeita a riscos elevados devido principalmente a flutuações nas taxas de juros de longo prazo nos EUA, a incertezas quanto ao desempenho da economia chinesa e por fatores geopolíticos como o prolongamento da guerra na Ucrânia e a intensificação dos conflitos no Oriente Médio.

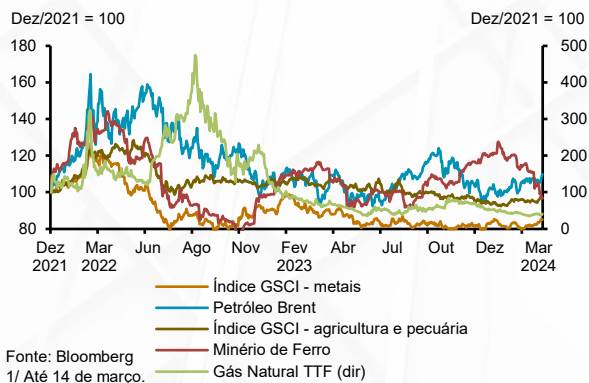
A trajetória das taxas de inflação seguiu divergente entre as economias emergentes, com alguns países experimentando aceleração nos índices de preços ao consumidor. Na América Latina, as maiores economias apresentaram desaceleração da inflação, na comparação interanual, com exceção da Argentina. As pesquisas com analistas de mercado apontam caminhos diferentes para a taxa de inflação esperada ao longo deste ano, com os índices de preços se sustentando acima do centro das metas em várias economias importantes até o final de 2024. Grande parte dos bancos centrais de economias emergentes decidiu pela manutenção das taxas básicas de juros mais uma vez, sem sinalizar cortes. Entre as exceções destacam-se novamente os bancos centrais do Brasil, Chile e Peru, que seguiram com ciclos de cortes de juros. Ao longo deste ano, as expectativas continuam predominantemente de cortes nas taxas básicas de juros na grande maioria dos países emergentes. Dúvidas persistem sobre o momento do fim do ciclo e o nível final da taxa de juros.

Em relação aos fundamentos responsáveis pelas flutuações nos preços das *commodities*, o principal componente pelo lado da demanda é a perspectiva do crescimento global, em particular da economia chinesa. Do lado da oferta, predominam os choques relacionados a fatores geopolíticos, como guerra na Ucrânia e, desde o quarto trimestre do ano passado, às tensões no Oriente Médio advindas do ataque do Hamas à Israel, a continuidade das tensões no Mar Vermelho, bem como às decisões da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (OPEP+) de continuidade de restrição da oferta de petróleo e a eventos climáticos.

Os preços das *commodities* energéticas apresentaram movimentos mistos no período, com o petróleo sendo impactado pelas tensões geopolíticas e cortes da OPEP+, e o gás natural experimentando a continuidade do alívio visto no segundo semestre de 2023. O gás natural seguiu o processo de alívio em meio aos amplos estoques no momento que se aproxima do final do inverno do hemisfério norte, graças à demanda moderada, com temperaturas mais

quentes que o usual para essa época do ano e ajudado pela continuidade da oferta, em que pese paralisações inesperadas ou atraso no retorno de operações de produtores chave. Por outro lado, o petróleo vem sendo pressionado pela continuidade das tensões geopolíticas e os comunicados de manutenções dos cortes voluntários da OPEP+, o que tem sido amenizado pela ampliação da oferta fora da OPEP+, sobretudo EUA, Brasil e Canadá, ou de países que apesar de pertencerem à OPEP+, estão excluídos do cumprimento de cotas de produção, como Venezuela e Irã. Embora persistam dúvidas quanto ao ritmo da atividade na China e o crescimento da economia global, a expectativa é de que a demanda por petróleo em 2024 cresça em linha com a tendência histórica. Neste sentido, a postura da OPEP+ com relação a manutenção ou não dos cortes voluntários será determinante para a dinâmica dos estoques em 2024.

Gráfico 1.1.7 – Preços de commodities¹



No caso das *commodities* metálicas, os preços de minério de ferro apresentaram forte recuo no primeiro trimestre, influenciados pelo alto nível de estoques acumulados nos portos chineses e sem novas medidas do governo chinês para impulsionar o crescimento em meio a demanda fraca da atividade de construção.

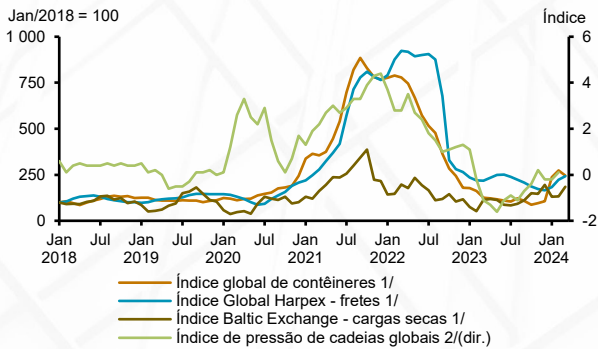
As *commodities* agrícolas seguem influenciadas por questões que afetam sua oferta global, como os impactos climáticos significativos sobre a produção de arroz e açúcar na Ásia e consequentes medidas protecionistas, além das restrições advindas para o comércio da continuidade da guerra na Ucrânia e das tensões no Oriente Médio, especificamente no Mar Vermelho. Apesar desses fatores, a expectativa de amplos estoques e maior oferta de grãos dos principais produtores acabou contribuindo para recuos em soja, milho e trigo no primeiro trimestre, o que foi contrabalanceado por altas nos preços de açúcar, algodão, café e cacau.

Os principais riscos para uma queda mais acentuada da atividade global, contribuindo para reverter as perspectivas um pouso suave são os efeitos defasados do aperto monetário já realizado nas economias avançadas, a perda de dinamismo no crescimento da China e a adoção de políticas comerciais ou industriais protecionistas, com impactos adversos sobre as cadeias globais ou que reduziram o volume de comércio internacional.

Com relação à dinâmica dos preços, os principais riscos para uma alta da inflação, ou uma convergência

mais lenta para as metas, são uma pressão altista no preço de *commodities* relevantes, proveniente de novos cortes da produção OPEP+, de uma escalada dos conflitos geopolíticos, ou da ocorrência de fenômenos climáticos, como os associados à transição El Niño para La Niña em 2024. Além disso, uma maior resiliência dos preços dos aluguéis e salários dificulta o arrefecimento da inflação de serviços.

Gráfico 1.1.8 – Indicadores de pressão de oferta¹



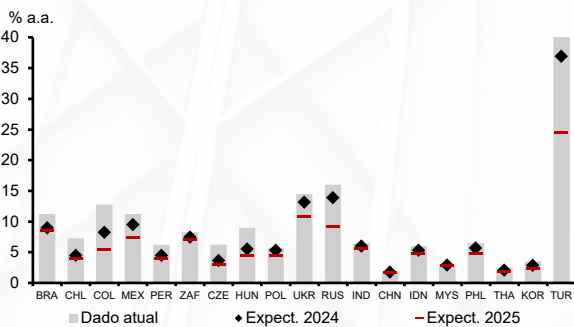
Fontes: Refinitiv, Federal Reserve (FED)

1/ Médias mensais - Até 14 de março. 2/ Até fevereiro/2024.

No sentido contrário, os principais riscos de queda para a inflação são um rebalanceamento mais rápido entre oferta e demanda no mercado de trabalho ou uma desaceleração mais pronunciada da atividade econômica, em especial devido à manutenção da postura restritiva da política monetária das economias avançadas por período mais longo que o esperado.

Por um lado, considerando-se o momento do ciclo, parte dos efeitos da elevação dos juros ao redor do mundo ainda não se materializou. Por outro lado, considera-se que os riscos relevantes relativos às tensões no Oriente Médio, a guerra na Ucrânia, e ao El Niño, em grande parte, já se materializaram. Em 2024, espera-se que a moderação nos níveis de preço de algumas *commodities* relevantes seja uma contribuição menos significativa para o processo desinflacionário do que foi ao longo de 2023. O alívio de muitas fontes de pressão nas cadeias globais também já se materializou em 2023, o que faz com que a contribuição deste fator para o processo de desinflação também seja menos significativa em 2024.

Gráfico 1.1.9 – Taxas básicas de juros¹

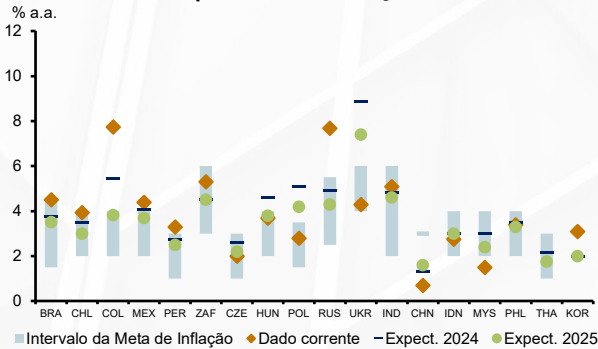


Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

1/ Até 15 de março.

Em síntese, a persistência das pressões inflacionárias segue como o principal elemento de risco para o cenário prospectivo da política monetária dos países avançados e emergentes e para a probabilidade de materialização de um cenário de pouso suave para a economia global. O realinhamento de preços relativos, a normalização da atividade no setor de serviços e o reequilíbrio dos fundamentos nos mercados de trabalho, ainda apertados, sugerem que os núcleos de inflação devem permanecer persistentemente altos por um período maior que o observado no histórico recente. Apesar dos sinais de que o processo desinflacionário continua em curso em diversos países, a inflação ainda segue em patamares elevados. A avaliação de questões relativas a variações de produtividade, alocação e distribuição requer tempo adicional para que evidências claras de seus efeitos sejam confirmadas em novos conjuntos de dados. Nesse contexto, os bancos centrais das principais economias vêm

Gráfico 1.1.10 – Expectativas de inflação¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

1/ Até 15 de março.

reafirmando seus compromissos em reequilibrar suas taxas de inflação ao redor das respectivas metas, ressaltando a necessidade de manutenção de suas taxas de juros em patamares historicamente elevados até se assegurem da convergência das expectativas na direção da conquista da última etapa do processo desinflacionário.

1.2 Conjuntura interna

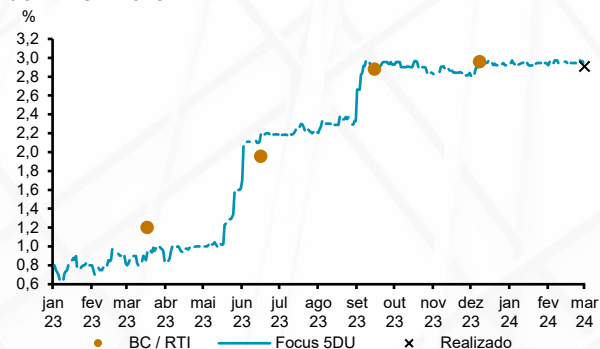
Atividade econômica

A economia brasileira cresceu 2,9% em 2023, após altas de 4,8% em 2021 e de 3,0% em 2022. O resultado veio marginalmente abaixo da previsão apresentada no Relatório anterior (3,0%) e em linha com a mediana das projeções do relatório Focus à época.

Na comparação com o que se esperava no início de 2023, houve significativa surpresa positiva. Na data de corte do Relatório de Inflação de março, o BC projetava alta de 1,2%, enquanto a mediana das projeções do relatório Focus estava em 0,9%. Parte dessa surpresa decorreu de altas elevadas da agropecuária e da indústria extrativa, mas o desempenho de setores mais relacionados ao ciclo econômico doméstico também superou as expectativas.

Pela ótica da oferta, destacou-se o crescimento da agropecuária, de 15,1% – o maior da série histórica iniciada em 1996. Indústria e serviços cresceram 1,6% e 2,4%, respectivamente. O crescimento da agropecuária foi puxado pela alta expressiva na produção de grãos, especialmente soja e milho, resultante de expansão da área plantada e, principalmente, de condições climáticas mais favoráveis do que as de 2022. O desempenho das atividades na indústria foi heterogêneo, com fortes altas na indústria extrativa e em “eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos” (EGAER) e quedas na indústria de transformação e na construção. O desempenho da indústria extrativa refletiu crescimentos elevados na produção de petróleo e de minério de ferro. Já o desempenho da atividade EGAER refletiu, principalmente, elevação do consumo de energia elétrica, sob influência de temperaturas elevadas ao longo do ano, e a redução da participação de termoelétricas na geração de eletricidade⁵. No setor de serviços o crescimento foi disseminado entre os segmentos, com destaque para “atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados”.

Gráfico 1.2.1 – Evolução das projeções para crescimento do PIB em 2023



Fonte: BC e IBGE

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto

Varição anual

Discriminação	Variação %					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB a preços de mercado	1,8	1,2	-3,3	4,8	3,0	2,9
Agropecuária	1,3	0,4	4,2	0,0	-1,1	15,1
Indústria	0,7	-0,7	-3,0	5,0	1,5	1,6
Serviços	2,1	1,5	-3,7	4,8	4,3	2,4
Consumo das famílias	2,4	2,6	-4,6	3,0	4,1	3,1
Consumo do governo	0,8	-0,5	-3,7	4,2	2,1	1,7
FBCF	5,2	4,0	-1,7	12,9	1,1	-3,0
Exportação	4,1	-2,6	-2,3	4,4	5,7	9,1
Importação	7,7	1,3	-9,5	13,8	1,0	-1,2

Fonte: IBGE

5/ Usinas térmicas, por utilizarem mais insumos, produzem, para a mesma quantidade de energia produzida, menor Valor Adicionado Bruto (VAB) que hidrelétricas e usinas eólicas e fotovoltaicas. O menor uso de termoelétricas foi possibilitado pelo bom volume de chuvas e pela continuidade do processo expansão da geração elétrica de fontes solar e eólica.

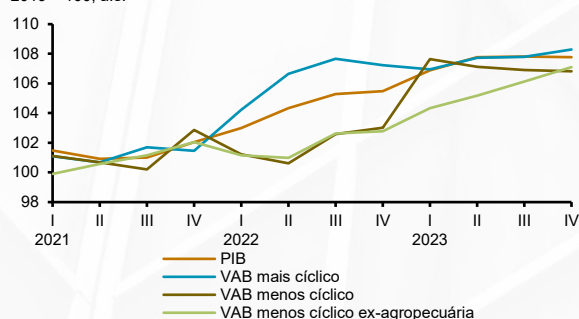
Pela ótica da demanda, as principais contribuições para o crescimento vieram do consumo das famílias (alta de 3,1%) e das exportações (9,1%). O consumo das famílias beneficiou-se da forte alta da renda disponível das famílias, com aumento tanto da massa de rendimentos do trabalho como das transferências governamentais, e da redução no preço dos alimentos. A alta das exportações resultou, principalmente, do aumento do embarque de produtos básicos, em ano de crescimento expressivo da agropecuária e da indústria extrativa. Em sentido oposto, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 3,0% após expansão moderada no ano anterior (1,1%) e alta robusta em 2021 (12,9%). O recuo dos investimentos em 2023 foi disseminado, abrangendo a construção e principalmente absorção de bens de capital, com influência dos efeitos cumulativos e defasados da política monetária restritiva. Todavia, um fator idiossincrático, já notado no Relatório de Inflação de março do ano passado, também foi relevante para essa queda: parte da produção de caminhões e ônibus que normalmente ocorreria em 2023 foi antecipada para 2022, antes da entrada em vigor de novos padrões de emissão para motores, em janeiro de 2023.

Característica importante da evolução da atividade econômica em 2023 foi a grande diferença de taxa de crescimento da economia entre a primeira e a segunda metades do ano. Este comportamento está mais associado à evolução da agropecuária – que cresceu acentuadamente no primeiro trimestre e recuou nos seguintes – do que a uma desaceleração generalizada da atividade econômica nos últimos trimestres do ano. O VAB cresceu em ritmo médio de 1,2% nos dois primeiros trimestres e ficou estável nos dois últimos. Já o VAB excluindo-se a agropecuária⁶ cresceu de modo mais uniforme ao longo do ano, com taxa trimestral média de 0,6% no primeiro semestre e de 0,4% no segundo.

A partir da classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico⁷, discutida nas duas edições anteriores do Relatório, a conclusão é a mesma. Os setores mais cíclicos tiveram taxa trimestral média de 0,2% e 0,3% no primeiro e segundo semestres, na devida ordem, enquanto as respectivas taxas para os setores menos cíclicos foram 1,9% e -0,1%. Excluindo-se a agropecuária deste último grupo, as referidas taxas de crescimento

Gráfico 1.2.2 – PIB – componentes mais cíclicos e menos cíclicos

2019 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

6/ O VAB excluindo a atividade agropecuária ainda pode estar afetado por efeitos indiretos da agropecuária sobre os demais setores.

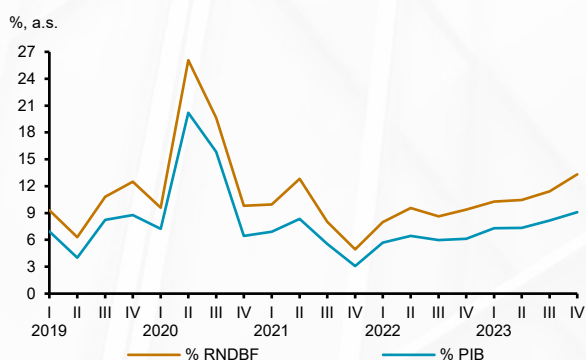
7/ Atividades menos cíclicas: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social. Mais cíclicas: demais atividades.

Tabela 1.2.2 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %							
	2022				2023			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB a preços de mercado	0,9	1,3	0,9	0,2	1,3	0,8	0,0	0,0
Agropecuária	-5,4	-2,6	3,5	1,8	20,9	-6,4	-5,6	-5,3
Indústria	3,2	1,5	0,7	-0,7	0,0	1,0	0,6	1,3
Extrativa	-2,7	0,9	2,0	1,3	3,5	1,6	0,7	4,7
Transformação	5,2	0,9	-0,3	-1,6	-0,5	0,4	0,0	-0,2
Construção	2,7	2,7	1,1	-1,4	-0,8	1,5	-3,7	4,2
EGAER	7,3	4,1	-0,5	1,5	1,6	0,7	3,3	2,8
Serviços	1,0	1,3	1,3	0,1	0,6	0,7	0,3	0,3
Comércio	0,0	1,7	-0,2	-0,5	0,7	0,3	-0,1	-0,8
Transportes	3,4	2,2	1,4	0,8	0,3	1,5	-1,0	-0,6
Serviços de informação	-3,4	3,2	3,1	1,9	-2,2	1,1	0,9	-0,1
Intermediação financeira	-2,2	-0,3	2,1	1,8	2,1	1,5	1,3	0,7
Outros serviços	4,2	3,4	2,4	-0,3	-0,3	1,0	0,5	1,2
Aluguel	-0,5	1,1	1,2	0,6	0,3	0,8	1,4	0,1
APU	0,3	-1,2	1,6	-1,1	1,1	0,2	0,5	0,1
Consumo das famílias	1,3	2,0	0,7	0,6	0,7	1,0	0,9	-0,2
Consumo do governo	0,1	-0,6	2,3	-1,5	0,4	1,1	0,6	0,9
FBCF	-1,5	3,3	3,0	-1,6	-3,0	-0,2	-2,2	0,9
Exportação	9,4	-3,4	3,1	4,7	0,5	3,6	2,8	0,1
Importação	-2,5	6,0	5,1	-4,6	-3,5	4,1	-2,1	0,9
PIB a p.m. (divulgação ant.)	1,0	1,3	1,1	-0,1	1,4	1,0	0,1	-

Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.3 – Taxa de poupança das famílias



Fontes: IBGE e BC

seriam 1,2% e 0,9%. Adicionalmente, observa-se que, mesmo descartando o excepcional desempenho da agropecuária, o crescimento ao longo de 2023, e desde o segundo semestre de 2022, foi maior nos setores menos cíclicos.

A estabilidade do PIB no 4º trimestre refletiu, pelo lado da oferta, recuo de 5,3% da agropecuária e altas de 1,3% e 0,3% da indústria e de serviços, respectivamente. Na indústria, cresceram a atividade extrativa, a EGAER e a construção, que se recuperou da queda observada no trimestre anterior, enquanto a indústria de transformação recuou. No setor de serviços houve bastante heterogeneidade entre seus segmentos. Destacaram-se as altas em “outros serviços” – que inclui serviços prestados às famílias, como alojamento e alimentação fora de casa e atividades de lazer – e intermediação financeira. Em sentido oposto, destaque para recuo dos serviços de transporte e do comércio. No caso do comércio, houve influência do desempenho negativo da indústria de transformação e do consumo das famílias.

Pela ótica da demanda, destacou-se o surpreendente recuo de 0,2% no consumo das famílias, após altas significativas e acima das expectativas nos trimestres anteriores. A queda do consumo parece guardar relação com ampliação da taxa de poupança das famílias⁸ – dado que a renda disponível continuou crescendo – e estar concentrada em bens – considerando a queda de produção de bens de consumo (Pesquisa Industrial Mensal – PIM), o recuo do varejo restrito (Pesquisa Mensal do Comércio – PMC), o crescimento dos serviços prestados às famílias (Pesquisa Mensal de Serviços – PMS) e a alta de serviços de aluguel e intermediação financeira (CNT⁹).

A FBCF avançou 0,9%, interrompendo sequência de quatro trimestres consecutivos de queda. O resultado foi puxado pela alta na construção, tendo em vista as quedas observadas na produção e na importação de bens de capital. Após dois trimestres com crescimentos mais fortes, as exportações ficaram praticamente estáveis (0,1%), com alta no embarque de produtos básicos e recuo em bens manufaturados e semimanufaturados. Já as importações cresceram 0,9%, sob influência do avanço na importação de serviços.

8/ A poupança das famílias foi calculada a partir do consumo das famílias – proveniente das Contas Nacionais Trimestrais – e de estimativa do Banco Central para a Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF). Para informações sobre a RNDBF, ver box [Estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias](#), publicado no Relatório de dezembro de 2021.

9/ As Contas Nacionais Trimestrais (CNT) não fornecem abertura para o consumo das famílias. Contudo, as altas no VAB de serviços de aluguel e de “atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados”, sugerem ampliação do consumo desses serviços no trimestre.

Gráfico 1.2.4 – Indicadores de consumo das famílias

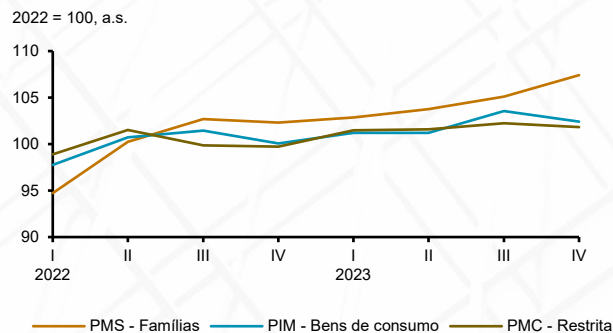


Gráfico 1.2.5 – Indicadores de atividade econômica

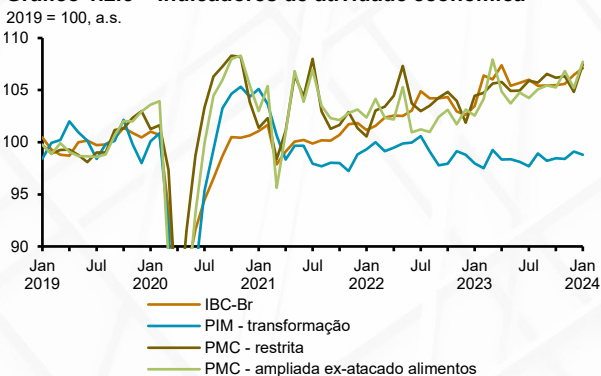


Gráfico 1.2.6 – Produção industrial

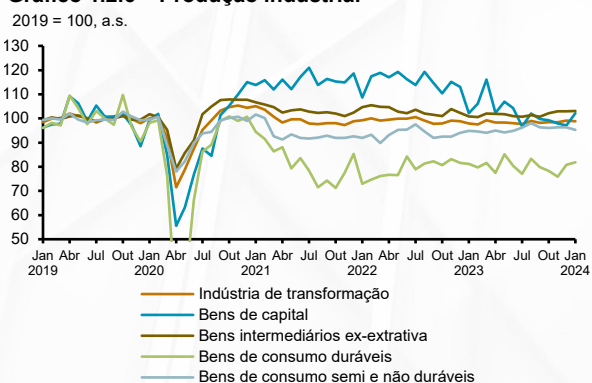


Tabela 1.2.3 – Indicadores coincidentes da atividade

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %						
	2023				2024		
	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	1º Bi ¹
Circulação de veículos pesados	0,1	0,8	0,3	-0,1	-0,4	0,3	-0,2
Expedição de papel ondulado	-1,1	1,5	1,4	1,0	-0,4	2,5	1,9
Produção de veículos leves	3,8	-6,0	-0,3	4,8	-8,5	14,9	1,2
Produção de caminhões	-0,8	14,4	0,4	4,6	3,4	-3,5	4,9
Licenciamento de veículos	1,3	7,1	-4,2	5,2	-3,3	4,0	0,5

Fontes: ABCR, ABPO/Empapel, Anfavea e Fenabrave.

¹ Média de janeiro e fevereiro de 2024 ante o 4º tri de 2023.

Os dados disponíveis até a data de corte deste Relatório apontam, de modo geral, para crescimento da atividade econômica no primeiro bimestre de 2024.

Segundo o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), a economia avançou 0,6% em janeiro, em relação a dezembro, deixando carregamento estatístico de 1,2% para o primeiro trimestre. O comércio varejista avançou 2,5% no conceito restrito e 0,5% no conceito ampliado excluindo-se o segmento de atacado de alimentos. O setor de serviços cresceu 0,7%, com alta em quatro das cinco categorias que compõem o índice.¹⁰ A exceção foram os serviços prestados às famílias, que recuaram 2,7%, devolvendo parte da alta de 7,4% acumulada em novembro e dezembro. Já a indústria de transformação recuou 0,3%, com queda na produção de bens semi e não-duráveis, estabilidade em bens intermediários excluindo-se os produtos da indústria extrativa e crescimentos em bens de consumo duráveis e, especialmente, em bens de capital. A alta de 5,2% na produção de bens de capital foi bastante disseminada e reverte sequência de quatro recuos mensais consecutivos.

Os indicadores coincidentes para fevereiro mostram sinais predominantemente positivos. No setor automotivo, a venda de veículos novos e, em especial, a produção de veículos apresentaram crescimento elevado no mês, após terem recuado em janeiro. Expedição de papel ondulado e tráfego de caminhões em rodovias pedagiadas, indicadores que ajudam a antecipar a produção industrial, cresceram em fevereiro após recuarem no mês anterior. Indicadores baseados em vendas com cartão e outros meios de pagamento mostraram, predominantemente, recuos em janeiro.¹¹ Para fevereiro, sugerem alta no volume de bens e recuo no volume de serviços consumidos pelas famílias.

Conforme detalhado em box deste Relatório, a projeção de crescimento do PIB em 2024 passou de 1,7% para 1,9%, revisão que reflete, principalmente, dinamismo ligeiramente maior do que o esperado da atividade econômica no início do primeiro trimestre. Sob a ótica da oferta, esperam-se recuo da agropecuária, após alta expressiva em 2023, e crescimentos de magnitudes semelhantes entre si e não muito distantes dos ocorridos em 2023,

10/ As cinco categorias da PMS são: serviços prestados às famílias; serviços de informação e comunicação; serviços profissionais, administrativos e complementares; transportes, serviços auxiliares e correios; e outros serviços.

11/ Os indicadores avaliados incluem o IDAT (Banco Itaú), o Iget (Santader/Getnet) e o ICVA (Cielo).

para indústria e serviços. Sob a ótica da demanda, a projeção considera retomada do crescimento da FBCF, desaceleração do consumo das famílias e menor contribuição líquida do setor externo.

Mercado de trabalho

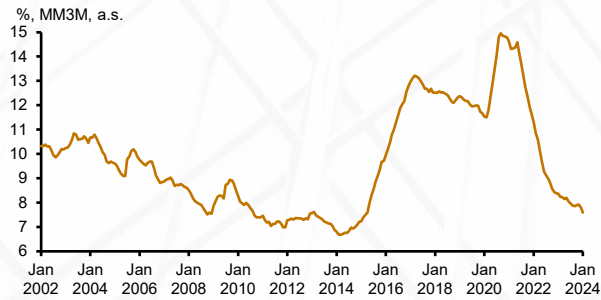
Os indicadores mais recentes mostram um mercado de trabalho dinâmico e que se aqueceu marginalmente nos últimos meses. A taxa de desocupação voltou a cair, o nível de ocupação e a taxa de participação elevaram-se, a geração líquida de empregos formais aumentou e os rendimentos reais seguiram crescendo, inclusive em ritmo superior ao esperado.

A taxa de desocupação voltou a recuar no trimestre encerrado em janeiro, para 7,6%, após período de relativa estabilidade. O dado é da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), dessazonalizado. O recuo da desocupação ocorreu mesmo com o crescimento da força de trabalho, de 0,7% no trimestre. Com isso, a taxa de participação, que vinha em trajetória negativa desde o segundo semestre de 2022, voltou a aumentar. A população ocupada aumentou 1,0% entre outubro e janeiro, combinando altas nas posições formais e informais. O incremento da ocupação foi difundido entre as atividades econômicas, com poucas exceções.

A geração líquida de empregos com carteira aumentou ligeiramente, segundo registros do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged) sazonalmente ajustados, permanecendo elevada. O saldo médio passou de 128 mil no trimestre agosto-outubro para 138 mil no trimestre novembro-janeiro. O saldo positivo foi disseminado entre as atividades e a participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos segue em patamar alto. No ano de 2023, o saldo de empregos atingiu 1,5 milhão, correspondendo a 3,4% do estoque. Em 2022, o saldo havia sido de 2 milhões (4,8% do estoque).

O rendimento médio real do trabalho cresceu em ritmo intenso pelo segundo trimestre consecutivo, conforme indicadores dessazonalizados da PNAD Contínua. No conceito de rendimento habitual, a alta foi 1,3% no trimestre encerrado em janeiro, após elevação de 1,8% no trimestre anterior. Os ganhos no trimestre recente foram disseminados entre os tipos de ocupação. Em particular, para os empregados do setor privado com carteira –

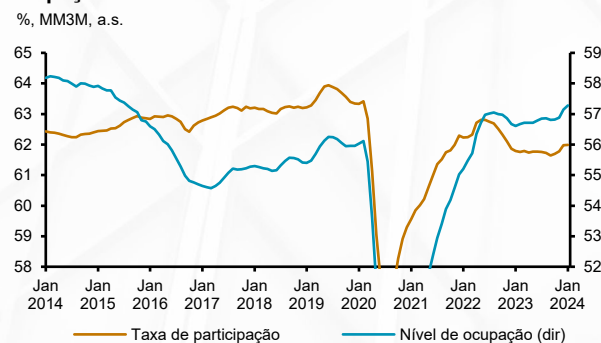
Gráfico 1.2.7 – Taxa de desocupação¹



¹ Versão atualizada da taxa de desocupação retropolada estimada de acordo com Alves, S. A. L. e Fasolo, A. M., Not Just Another Mixed Frequency Paper, Banco Central do Brasil (2015), Working Paper n. 400.

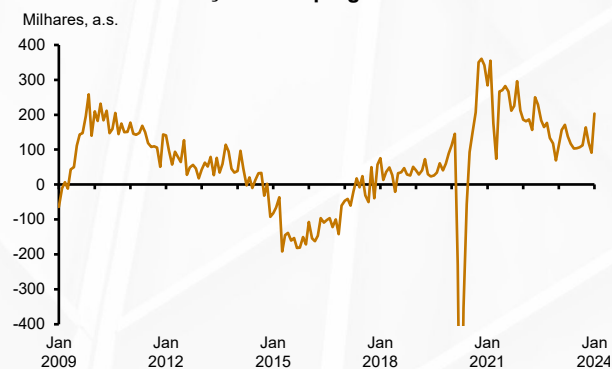
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.8 – Taxa de participação e nível de ocupação



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.9 – Geração de emprego formal



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.10 – Rendimento médio real do trabalho

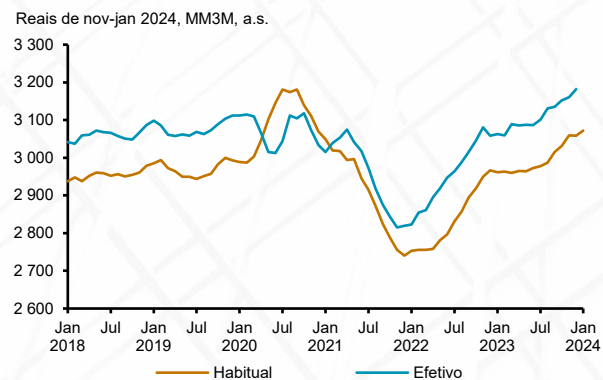
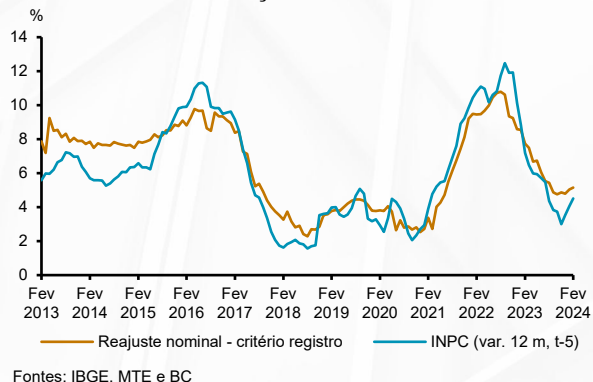


Gráfico 1.2.11 – Salário de admissão



Gráfico 1.2.12 – Convenções coletivas de trabalho



categoria com participação importante no total – o rendimento médio real aumentou 0,8% no trimestre findo em janeiro (1,4% em outubro). Em perspectiva mais longa, o rendimento médio real está cerca de 3,5% acima do observado em 2019, mas abaixo do que seria obtido caso a tendência de crescimento do período pré-pandemia, 2017 a 2019, tivesse se mantido.

Entre os indicadores complementares para avaliação da dinâmica salarial, dados dessazonalizados do Novo Caged também sinalizam uma expansão do salário real, ainda que de menor intensidade do que a apontada pelos dados da PNAD. A média dos salários reais de admissão¹² cresceu 0,5% no trimestre encerrado em janeiro, após relativa estabilidade no trimestre anterior.

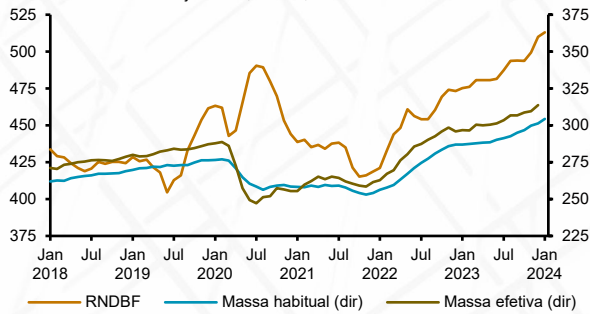
Por sua vez, os reajustes salariais nominais coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)¹³ mantêm-se próximos de 5% desde setembro. Os reajustes, que ficaram abaixo da inflação acumulada em doze meses¹⁴ ao longo de 2021 e 2022, passaram a superá-la a partir de fevereiro de 2023. No ano de 2023, o reajuste real médio ficou em 0,8%, com aproximadamente 67% das convenções negociadas acima da inflação e 10% acompanhando o índice. O boletim Salariômetro, da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), mostra quadro similar.¹⁵ No primeiro bimestre de 2024, o reajuste real medido nas CCT permaneceu em torno de 1%.

A RNDBF restrita, indicador que incorpora outras fontes de renda além do trabalho, cresceu 3,9% no trimestre encerrado em janeiro, após alta de 1,3% em outubro, considerados dados com ajuste sazonal. A expansão da RNDBF no trimestre recente refletiu a evolução favorável da massa de rendimento do trabalho – que foi influenciada tanto pelo rendimento médio como pelo crescimento da população ocupada – e dos benefícios sociais, em especial os de seguridade social. Esse resultado foi impulsionado

- 12/ O salário médio de admissão tem maior aderência com o ciclo econômico do que o salário de desligamento, motivo pelo qual a análise privilegia essa métrica nos dados do Novo Caged. Como houve mudança do Caged para o Novo Caged a partir de 2020, os dados devem ser vistos com cautela e a análise foca no período mais recente. Mais referências sobre as mudanças no Caged estão disponíveis na seção de mercado de trabalho dos Relatórios de Inflação de [março de 2021](#) e [dezembro de 2021](#).
- 13/ Referem-se à média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho de São Paulo e do Rio de Janeiro pelo critério de data de registro no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). As convenções consideradas são aquelas para as quais foi possível capturar adequadamente o percentual de reajuste acordado.
- 14/ Os reajustes acordados, de acordo com a data de registro, apresentam correlação mais alta com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado em 12 meses medido cinco meses antes, deflator utilizado nessa análise.
- 15/ O boletim Salariômetro tem cobertura nacional e considera acordos e convenções coletivas depositados no sistema Mediador pela data de início de vigência, deflacionados pelo INPC acumulado em 12 meses com defasagem de um mês. Segundo o Salariômetro, 78% dos reajustes superaram o INPC, e o reajuste real mediano foi 1,0% em 2023.

Gráfico 1.2.13 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimento do trabalho

Bilhões de reais de nov-jan 2024, MM3M, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.14 – Saldo do Crédito do SFN

Variação em 12 meses

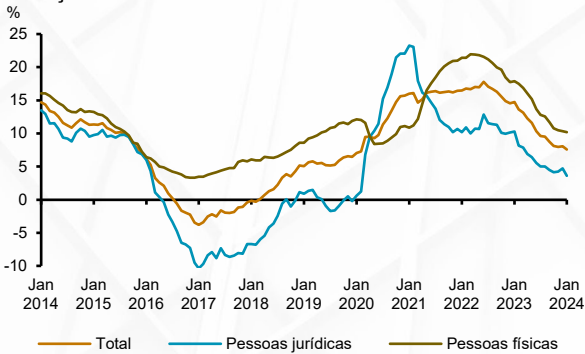
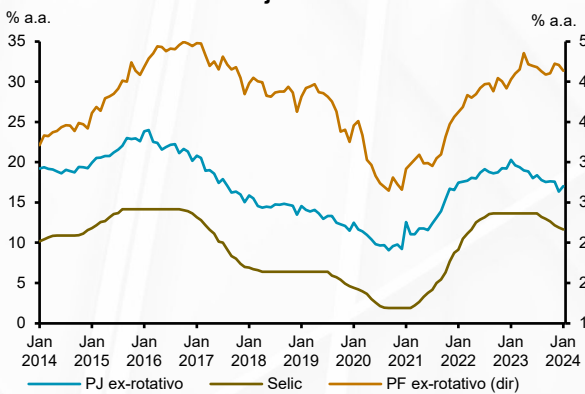


Gráfico 1.2.15 – Taxas de juros do crédito livre



pela liberação do pagamento extraordinário de precatórios¹⁶ na virada do ano.

Crédito

Após três anos consecutivos de forte crescimento, o mercado de crédito registrou desaceleração mais intensa em 2023, refletindo os efeitos da política monetária restritiva. O saldo do crédito do SFN fechou o ano com crescimento interanual de 8,1%¹⁷, ante variação de 14,5% em 2022. As taxas de juros do SFN seguiram o movimento da taxa Selic e, de forma geral, começaram a recuar no segundo semestre. No segmento livre, as concessões às famílias desaceleraram e tiveram pior composição, com maior concentração em operações de maior custo. As concessões às empresas, tanto no mercado bancário como no de capitais, recuaram no primeiro semestre, refletindo também o ambiente de maior aversão ao risco associado aos pedidos de recuperação judicial feitos por grandes empresas, e recuperaram-se no segundo semestre. Por fim, a inadimplência aumentou ligeiramente no ano, mas dados mais recentes mostraram sinais de melhora.

Em 2023, o Copom manteve o grau de aperto na política monetária ao longo do primeiro semestre, passando a reduzi-lo a partir de agosto, mas ainda mantendo a postura contracionista.¹⁸ O repasse da redução da taxa básica de juros para o custo do crédito vem ocorrendo em linha com o esperado: o modelo apresentado no box “Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário”, publicado no RI de setembro de 2022, prevê recuo de 1,5 p.p. entre o segundo e o quarto trimestre de 2023 na taxa média das modalidades consideradas no exercício, enquanto a queda observada foi de 1,8 p.p. Em geral, as taxas de juros das modalidades ex-rotativas alcançaram pico no meio do ano.

As concessões de crédito ficaram relativamente estáveis em 2023 em termos reais (variação de 0,1% no acumulado do ano), o que representa expressiva desaceleração em relação ao observado em 2022

16/ A série da RNDBF incluiu os precatórios de origem previdenciária e de assistência social. Aqueles relacionados a pessoal não estão incorporados, uma vez que a fonte das informações de rendimento do trabalho para o cálculo da RNDBF é a PNAD Contínua, conforme metodologia disponível em [Nota Técnica do Banco Central do Brasil n. 55](#).

17/ O crescimento do saldo do crédito em 2023 ficou acima do projetado no Relatório anterior (6,8%), com a diferença sendo explicada, em grande parte, pela revisão extraordinária dos dados de financiamento imobiliário com taxas reguladas, [divulgada pelo Banco Central em 06.02.2024](#).

18/ A meta para a taxa Selic passou de 13,75%, em agosto de 2023, para 11,25% em janeiro de 2024.

(10,6%). A desaceleração foi mais pronunciada no primeiro semestre e disseminada, sendo observada nos segmentos livres e direcionados, tanto nas contratações de pessoas físicas como jurídicas.

Gráfico 1.2.16 – Concessão de crédito livre

R\$ bilhões de jan 2024, a.s., MM3M

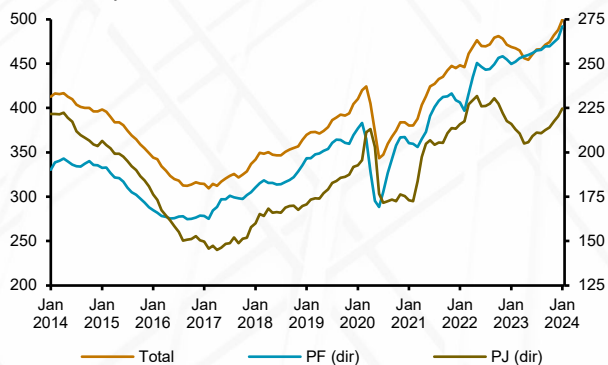
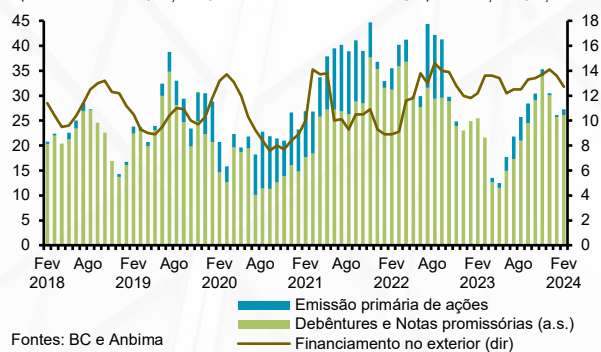


Gráfico 1.2.17 – Financiamentos corporativos não bancários

R\$ bilhões de fev 2024, MM3M

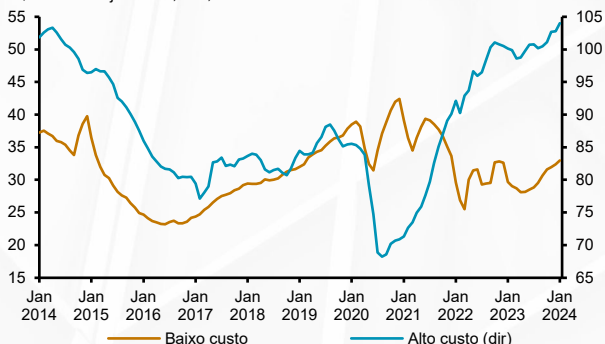
US\$ bilhões, MM3M, a.s.



Fontes: BC e Anbima

Gráfico 1.2.18 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas

R\$ bilhões de jan 2024, a.s., MM3M



O movimento foi mais intenso no caso do crédito livre para pessoas jurídicas, que recuou na comparação com 2022 e teve o ano de 2023 dividido em duas metades com diferenças marcantes. Nesse segmento, a queda das concessões se concentrou no início do ano, quando, ao impacto da política monetária contracionista, se somou o aumento da aversão ao risco deflagrado pelos pedidos de recuperação judicial realizados por grandes empresas.¹⁹ As modalidades de recebíveis, mais impactadas por operações de “risco sacado”, caíram 8,0% nos primeiros seis meses de 2023, quando comparadas ao segundo semestre de 2022 (considerando dados deflacionados e ajustados sazonalmente). Comportamento semelhante foi observado no mercado de capitais doméstico, que no primeiro semestre registrou queda nas emissões de debêntures e notas promissórias. Com a redução da aversão ao risco e concomitantemente à queda da taxa básica de juros, as concessões às empresas voltaram a crescer no segundo semestre, tanto no mercado bancário como no de capitais. Neste mercado, o volume de captações no segundo semestre chegou a superar o observado no mesmo período de 2022. Contudo, o volume de emissões primárias de ações foi relativamente pequeno ao longo de todo o ano.

No segmento de pessoas físicas, a desaceleração das concessões de crédito livre veio acompanhada de piora relativa na composição do crédito contratado, com aumento nas modalidades de alto custo²⁰ e redução nas de baixo custo²¹. Este quadro está associado ao ambiente de taxas de juros e inadimplência elevadas. Os gastos no cartão de crédito cresceram ao longo do ano a um ritmo mais lento do que o observado nos anos anteriores, indicando acomodação nos vetores de expansão: a ampliação na base de usuários e a substituição de outros meios de pagamentos.

Também houve arrefecimento das concessões de crédito direcionado. No segmento de pessoas físicas, destacou-se o recuo do financiamento imobiliário nas operações com recursos do Sistema Brasileiro

19/ Discussão mais detalhada está disponível nas edições de 2023 do Relatório de Inflação, especialmente a de junho, e do Relatório de Estabilidade Financeira.

20/ Alto custo: cheque especial, crédito pessoal não consignado, aquisição de outros bens, cartão rotativo, cartão parcelado e outros créditos livres.

21/ Baixo custo: crédito consignado, financiamento de veículos, arrendamentos mercantis e desconto de cheques.

Gráfico 1.2.19 – Concessão de crédito com recursos direcionados

R\$ bilhões de jan 2024, a.s., MM3M



Gráfico 1.2.20 – Inadimplência do crédito livre

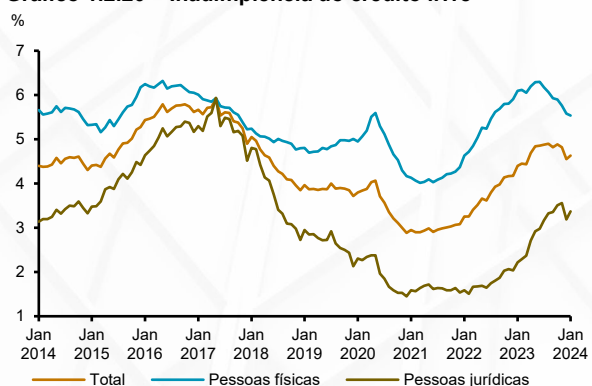
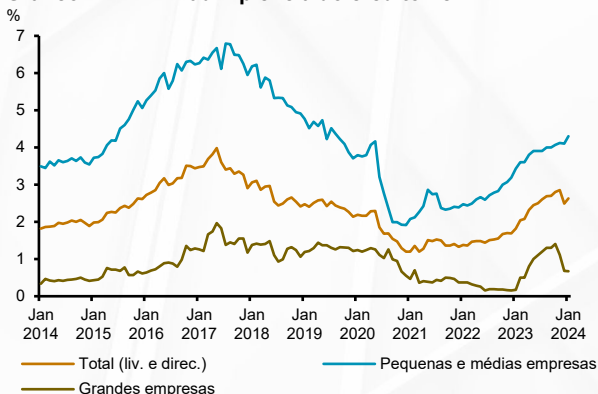


Gráfico 1.2.21 – Inadimplência do crédito PJ



de Poupança e Empréstimo (SBPE), compensado apenas parcialmente pelo aumento das concessões no âmbito do programa Minha Casa Minha Vida. O aumento de 26,8% no orçamento do plano Safra 2023/2024 sustentou um ritmo de crescimento relevante do crédito rural que, no entanto, foi menor do que o registrado no ano anterior. No segmento de pessoas jurídicas, as contratações de crédito rural e dos programas Pronampe e PEAC mantiveram ritmo expressivo, enquanto as oferecidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) apresentaram queda em termos reais.

A taxa de inadimplência nas operações de crédito apresentou ligeira alta, continuando o processo iniciado em 2022. A alta no ano ficou concentrada em pessoas jurídicas, destacando-se o crédito livre. A inadimplência neste segmento, que crescia de forma moderada até o início do ano, aumentou de forma expressiva no segundo e terceiro trimestre, impactada pelos atrasos crescentes de uma grande empresa varejista que entrou em recuperação judicial. No final do ano, o nível de atrasos do crédito às empresas diminuiu com desaceleração da inadimplência das micro, pequenas e médias empresas e queda dos atrasos das grandes empresas, decorrente de baixa para prejuízo de saldo relevante que estava no balanço dos bancos.

Por sua vez, no segmento de pessoas físicas a inadimplência recuou ligeiramente em 2023. O movimento foi observado a partir de meados do ano e foi mais intenso nas modalidades de maior risco e taxas mais elevadas. A diminuição é explicada pela adoção, pelas instituições financeiras, de critérios mais rigorosos nas novas concessões e pela retirada das operações inadimplentes antigas do balanço das instituições financeiras.

Considerando a trajetória do crédito no último trimestre de 2023 e as perspectivas econômicas para 2024, a projeção de crescimento do crédito em 2024, detalhada em box deste Relatório, passou de 8,8% para 9,4%.

Fiscal

Após dois anos consecutivos de superávit, o setor público consolidado apresentou déficit primário

Tabela 1.2.4 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário

Acumulado no ano

Segmento	R\$ bilhões		
	2021	2022	2023
Governo Central	36	-55	265
d/q Governo Federal	-212	-317	-42
d/q INSS	247	261	306
Governos regionais	-98	-65	-18
Empresas estatais	-3	-6	2
Total	-65	-126	249

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

de R\$249 bilhões (2,3% do PIB) em 2023.²² Houve importante reversão no resultado do Governo Central, que registrou déficit de R\$265 bilhões²³, ante superávit de R\$55 bilhões no ano anterior. O resultado das empresas estatais também passou de superávit para déficit no mesmo período, enquanto os entes regionais continuaram apresentando resultado positivo, ainda que menor.

A diminuição do superávit primário dos entes subnacionais em 2023 tem relação tanto com crescimento das despesas quanto com redução de receitas. Destaque para a queda na arrecadação com o Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações, em decorrência da Lei Complementar (LC) 194/2022, compensada pelas transferências estabelecidas na mesma lei, que totalizaram R\$14,9 bilhões em 2023. Por outro lado, a arrecadação dos governos regionais foi beneficiada pelo início da cobrança, em maio para o diesel e em junho para os demais combustíveis, de alíquota fixa (*ad rem*) do ICMS, instituída pela LC 192/2022.

Tabela 1.2.5 – Resultado primário do Governo Central

Acumulado no ano

	R\$ bilhões - Valores correntes		
	2022	2023	Var. real (%)
1. RECEITA TOTAL	2.313	2.351	-2,8
1.1 - Receita administrada pela RFB	1.390	1.439	-1,0
1.2 - Incentivos fiscais	0	0	32,9
1.3 - Arrecadação líquida para o RGPS	536	593	5,8
1.4 - Receitas não administradas pela RFB	388	320	-21,1
2. Transf. por repartição de receita	457	452	-5,5
3. Receita líquida (1-2)	1.856	1.899	-2,2
4. Despesa total	1.810	2.130	12,5
4.1 Benefícios previdenciários	797	899	7,9
4.2 Pessoal e encargos sociais	338	364	2,8
4.3 Outras despesas obrigatórias	303	358	12,2
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	371	510	31,3
d/q Bolsa Família e Auxílio Brasil	88	166	80,4
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	46	-231	-

Fonte: STN

A piora do resultado fiscal do Governo Central em 2023 decorreu da queda da receita líquida (-2,2%, em termos reais) e, principalmente, do crescimento expressivo das despesas (12,5%). Entre as despesas, destacaram-se o aumento dos gastos com programas sociais, autorizados pela Emenda Constitucional (EC) 126/2022, e o pagamento em dezembro de R\$92,4 bilhões em precatórios judiciais, em razão de decisão do Supremo Tribunal Federal (STF) que declarou inconstitucionais dispositivos das EC 113 e EC 114, de 2021²⁴. Já as receitas foram influenciadas pela queda dos preços das *commodities* em reais no mercado internacional – que repercutiram em especial sobre as receitas de exploração de recursos naturais – e pela redução das alíquotas de Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). Também contribuiu para recuo na arrecadação o aumento das compensações tributárias, decorrentes, principalmente, de decisão judicial do STF em 2021, segundo a qual o ICMS não compõe a base de cálculo do Programa de Integração Social (PIS)/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins).

22/ Os dados como percentual do PIB correspondem aos publicados nas estatísticas fiscais de janeiro, antes da divulgação do PIB de 2023 pelo IBGE. Portanto, não incorporam a nova estimativa do PIB nominal, que é 0,13% inferior à anterior.

23/ Esse resultado refere-se ao conceito “abaixo da linha”, calculado pelo Banco Central do Brasil (BC). No conceito “acima da linha”, calculado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), o déficit em 2023 foi de R\$230,5 bilhões. A diferença reflete, entre outros, a forma de contabilização distinta entre o BC e a STN da apropriação dos recursos do Programa de Integração Social – PIS/Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público – Pasep (R\$26 bilhões) e de compensações aos estados (R\$8,7 bilhões).

24/ As EC 113 e 114 estabeleceram novo regime para o pagamento de precatórios através da limitação do montante pago.

Tabela 1.2.6 – QPC: Recomposição de receitas incorporada na projeção fiscal (mar/24)¹

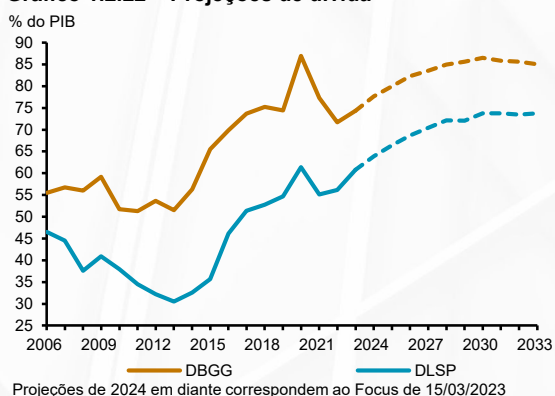
	R\$ bilhões	
	2024	2025
Percentil 75	110	80
Mediana	82	55
Percentil 25	70	20

¹ Os resultados acima referem-se à seguinte pergunta: "Das medidas econômicas apresentadas ou em discussão para recomposição de receitas, qual o valor incorporado na sua projeção de receita líquida do Governo Central?"

Tabela 1.2.7 – QPC: Projeções fiscais (mar/24)

	Primário do Gov. Central (R\$ bilhões)	Primário dos Gov. Regionais (R\$ bilhões)	DLSP (% PIB)	DBGG (% PIB)
2024	-82	10	63	77
2025	-80	11	65	80

Gráfico 1.2.22 – Projeções de dívida



Uma série de propostas legislativas do Governo Federal que foram aprovadas pelo Congresso Nacional no final de 2023 devem contribuir para recomposição da arrecadação. Dentre elas, destacam-se a tributação de *offshores*, *trusts* e fundos exclusivos; a taxação de apostas eletrônicas; e a mudança no tratamento de subvenções concedidas pelos entes federativos quando do pagamento de tributos federais. Também tramitam no Congresso propostas que buscam revogar parcialmente a desoneração da folha de pagamentos, limitar o uso de crédito tributário e revisar o Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos (Perse).

Há incerteza em relação à magnitude do impacto dessas medidas, que deve ser mais bem observada ao longo do ano. Contudo, algum efeito já pode ser notado: segundo informações da Receita Federal, houve em janeiro arrecadação atípica de R\$4,1 bilhões referente à tributação de fundos exclusivos, o que contribuiu para o crescimento real de 6,9% da receita administrada pela Receita Federal, em relação ao mesmo mês do ano anterior. No entanto, a despesa total do Governo Central também cresceu (6,8%) no mesmo período, refletindo a nova política de atualização do salário-mínimo, o reajuste salarial dos servidores públicos e a indexação dos gastos com saúde e educação à receita. Ainda assim, o Governo Central atingiu superávit primário expressivo em janeiro (R\$81 bilhões, ante R\$79 bilhões em janeiro de 2023), mês com sazonalidade favorável. Com contribuição do resultado primário de R\$23 bilhões dos governos subnacionais (ante R\$22 bilhões em janeiro de 2023), o setor público consolidado registrou superávit de R\$102 bilhões no mês, similar ao observado em janeiro de 2023.

Dados do Questionário Pré-Copom (QPC) e do Relatório Focus mostram que, apesar da recente aprovação das medidas para recomposição de receitas e do expressivo resultado primário em janeiro, permanece a avaliação dos analistas econômicos que a meta de resultado primário não deve ser cumprida neste ano. Além disso, os analistas avaliam que o cumprimento das metas fiscais nos próximos anos também deve ser desafiador, pois, além da incerteza quanto à efetividade das medidas de recomposição de receitas, parte delas teria impacto não-recorrente.²⁵ Nesse contexto, a trajetória esperada pela maioria dos analistas para a

25/ Essa avaliação, e outros pontos sobre a política fiscal presentes neste parágrafo, foram apresentados por diversos participantes do 94º Ciclo de Reuniões do Diretor de Política Econômica do Banco Central com economistas participantes do Sistema de Expectativas de Mercado, realizado ao longo do primeiro trimestre deste ano.

dívida pública nos próximos anos continua crescente, sem perspectiva de estabilização nessa década.

Contas externas

As contas externas encerraram 2023 com déficit em transações correntes de US\$29 bilhões (1,3% do PIB), valor ligeiramente maior que o projetado no Relatório anterior (US\$26 bilhões). Em relação a 2022 houve relevante redução do déficit, resultado de forte aumento no saldo comercial, apenas parcialmente contrabalançado pelo aumento das despesas líquidas na conta de renda primária. O investimento direto no país (IDP) somou US\$62 bilhões, ligeiramente acima do projetado no Relatório anterior, mas substancialmente abaixo do observado em 2022.

O saldo comercial de US\$81 bilhões foi o maior da série histórica, iniciada em 1995, superando amplamente o observado em 2022 (US\$44 bilhões). Para essa elevação contribuíram o moderado aumento das exportações – também para patamar recorde – e, principalmente, a expressiva queda das importações. O crescimento das exportações se deu pelo aumento do volume embarcado, especialmente de produtos básicos como grãos e petróleo. Este aumento de volume mais que compensou o recuo disseminado nos preços das principais *commodities*. Por sua vez, as importações recuaram, com contribuição tanto dos preços como do volume. Este último fator está associado à menor necessidade de estoques precaucionais, dado o arrefecimento das disfunções logísticas no comércio internacional em relação ao ano anterior.

O déficit da conta de serviços recuou ligeiramente em relação a 2022, para US\$38 bilhões. A queda se deveu a menores gastos com transporte, em razão da queda dos preços de fretes com a normalização das cadeias de suprimentos e da redução do volume importado de bens. Em sentido contrário, houve pequeno aumento nas despesas líquidas com viagens (embora ainda estejam em patamar muito inferior ao pré-pandemia), aluguel de equipamentos e serviços de telecomunicações e informática.

O déficit na conta de renda primária apresentou expressivo crescimento em 2023, atingindo o recorde histórico de US\$72 bilhões. Houve aumento relevante das despesas com juros, refletindo as condições financeiras mais restritivas das principais economias globais. As despesas líquidas com lucros e dividendos também aumentaram, para o maior patamar desde

Tabela 1.2.8 – Contas externas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2020	2021	2022	2023
Transações correntes	-28	-46	-48	-29
Balança comercial	32	36	44	81
Exportações	211	284	340	344
Importações	178	248	296	264
Serviços	-25	-27	-40	-38
dos quais: viagens	-2	-2	-7	-8
dos quais: transportes	-7	-14	-19	-13
Renda primária	-38	-59	-57	-72
dos quais: juros	-22	-21	-20	-28
dos quais: lucros e dividendos	-17	-38	-37	-45
Investimentos – passivos	17	106	95	91
IDP	38	46	75	62
Inv. carteira	-2	23	-3	12
Outros inv. passivos ¹	-20	36	24	17

1/ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

Gráfico 1.2.23 – Transações correntes

US\$ bilhões, MM3M a.s.

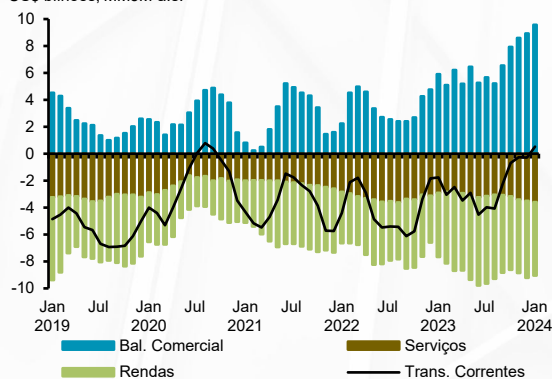


Gráfico 1.2.24 – Índices de quantum, anual

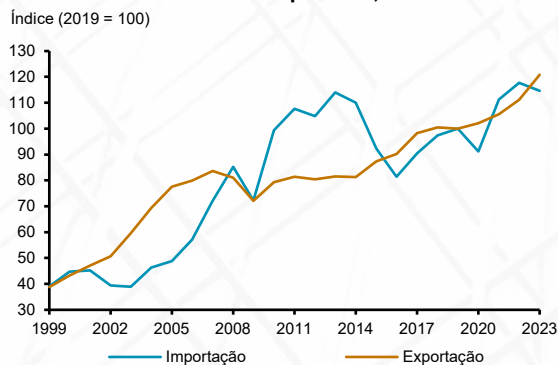


Gráfico 1.2.25 – Índices de preço, anual

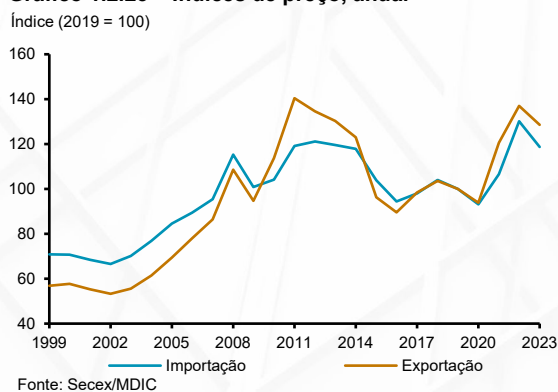


Gráfico 1.2.26 – Serviços

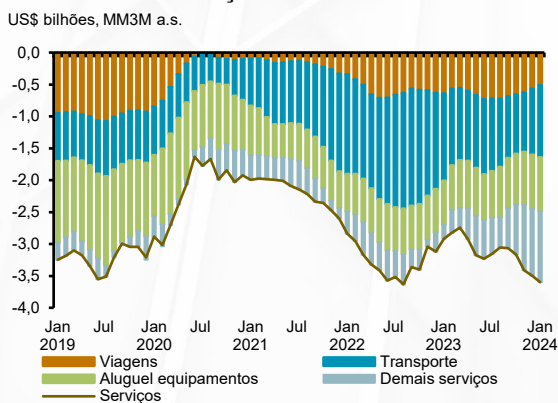
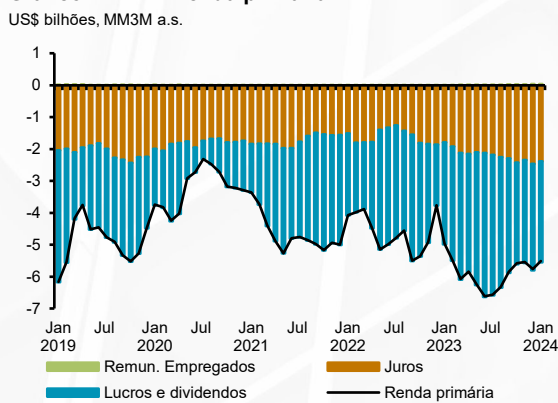


Gráfico 1.2.27 – Renda primária



2012, principalmente em razão da queda significativa das receitas nessa rubrica.

Na conta financeira, os investimentos diretos no país somaram US\$62 bilhões, ante US\$75 bilhões em 2022. A redução em relação a 2022 se deu em maior intensidade nos empréstimos intercompanhia, que diminuíram US\$8 bilhões. A segunda fonte de recuo foi participação no capital, exceto lucros reinvestidos, que recuou após o bom resultado no ano anterior.

Por sua vez, o fluxo líquido positivo dos investimentos em carteira (R\$12 bilhões) decorreu da demanda de não residentes por títulos brasileiros, especialmente os emitidos no país, mercado em que predominam os títulos públicos. A estabilidade do interesse estrangeiro pelos títulos brasileiros, apesar da queda no diferencial de juros, é compatível com a hipótese de melhora na percepção externa do risco fiscal, que também se materializou na queda substancial do *spread* do *credit default swap* (CDS) do país e na maior estabilidade da taxa de câmbio. No caso dos títulos no exterior, o resultado ligeiramente positivo foi influenciado pelas emissões bem-sucedidas de títulos soberanos em abril e novembro.²⁶ Já as emissões privadas tiveram retomada momentânea após abril, que não se sustentou em contexto de taxas de juros elevadas nos EUA.

Os resultados de janeiro de 2024, de modo geral, indicam continuidade da dinâmica exibida pelas contas externas em 2023. O déficit de US\$5,1 bilhões na conta de transações correntes teve como destaque o melhor resultado já registrado da balança comercial para o mês. Na conta de serviços, as despesas com telecomunicações e tecnologia da informação foram recorde da série histórica e aumentaram o déficit da conta. Na renda primária, destaque para as despesas de juros dos títulos no país mais altas que em janeiro de 2023, espelhando o aumento da posição estrangeira. Na conta financeira, tanto o IDP quanto os investimentos estrangeiros em carteira foram bastante positivos no primeiro mês do ano. Em particular, nos investimentos em carteira, destaca-se a entrada líquida de US\$8 bilhões em títulos de dívida, o maior valor de captações líquidas desde 2015 e o segundo maior da série histórica.

Considerando os dados divulgados desde o Relatório anterior e a evolução das perspectivas para atividade econômica e preços, principalmente de *commodities*, a previsão para o déficit em transações correntes

26/ Em novembro houve a primeira emissão de título sustentável pelo Tesouro Nacional, no valor de US\$2 bilhões

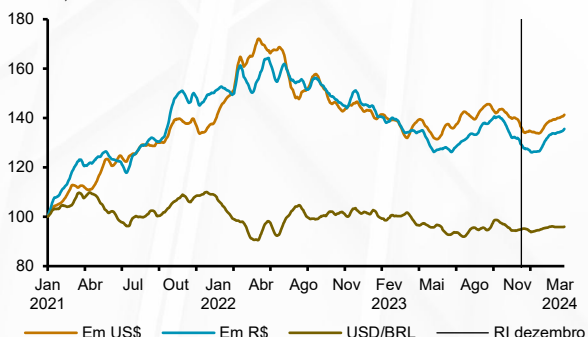
no ano foi revisada de US\$35 bilhões para US\$48 bilhões. A revisão da projeção é detalhada em boxe neste Relatório.

Preços

A inflação acumulada em doze meses recuou desde o Relatório anterior, de acordo com o IPCA e com a média dos núcleos de inflação. Contudo, na métrica trimestral, a inflação ao consumidor aumentou. Esse movimento não se limita à sazonalidade do período. Nas séries dessazonalizadas, tanto a inflação cheia quanto a média dos núcleos aumentaram, encerrando o trimestre até fevereiro em patamares substancialmente acima da meta de inflação. Por sua vez, os preços ao produtor ainda sugerem perspectiva de inflação moderada de bens industriais ao consumidor, mas os reajustes maiores nos elos finais da cadeia de produção são pontos de atenção. Finalmente, segundo o Relatório Focus, as expectativas de inflação para 2024 recuaram, com projeções menores para preços administrados, de serviços e de bens industriais. As expectativas para horizontes mais longos apresentaram alterações pequenas, mantendo-se acima da meta de inflação para o período.

Gráfico 1.2.28 – IC-Br e câmbio

MM10D, 31.12.2020 = 100



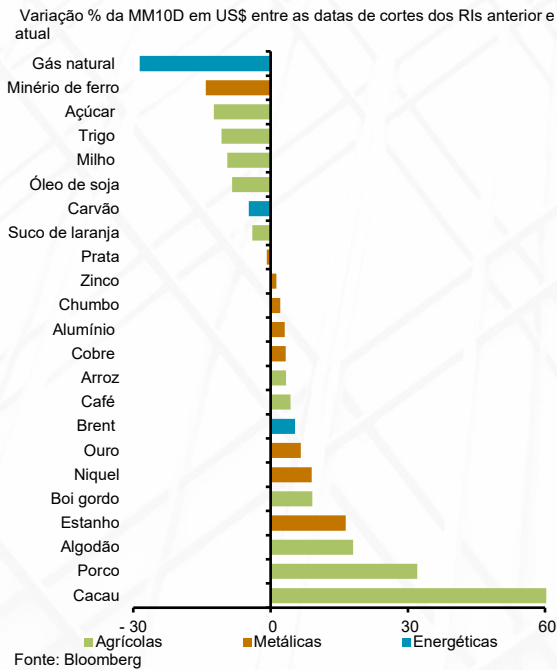
Fontes: Bloomberg e BC

O Índice de *Commodities*-Brasil (IC-Br) tem alternado períodos de alta e de baixa desde o segundo trimestre de 2023. O padrão é observado nos índices em real e em dólar. Essa evolução recente contrasta com os anos iniciais da pandemia de Covid-19, quando se observou um longo ciclo de alta, até o segundo trimestre de 2022, e uma sequência de quedas que parcialmente reverteu o movimento anterior. No trimestre corrente, o IC-Br avançou 3,7% em dólares e 4,9% em reais, dada a depreciação de 1,1% da moeda doméstica.²⁷

A alta do IC-Br no trimestre corrente reflete principalmente a evolução dos preços de *commodities* agropecuárias, que, no agregado, avançaram 4,3% desde o Relatório anterior. Houve altas significativas nas cotações internacionais do cacau, algodão e boi gordo. Notícias sobre o setor indicam que a alta no preço do cacau está associada a restrições de oferta nos principais países produtores, em parte causadas por adversidades climáticas. Nos casos do algodão e do boi gordo, também há indicações da influência de fatores de oferta, em particular no mercado dos Estados Unidos. No sentido contrário, preços de

27/ As variações do IC-Br e do câmbio discutidas nesta seção se referem à média móvel de dez dias entre as respectivas datas de fechamento dos RI.

Gráfico 1.2.29 – Variação nos preços de commodities

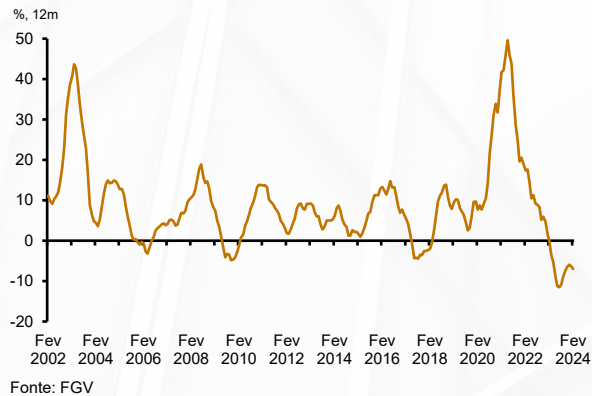


milho, óleo de soja, açúcar e trigo, produtos com peso elevado em termos de valor da produção mundial, apresentaram redução desde o Relatório anterior. Essa evolução está em geral associada a perspectivas mais favoráveis para a oferta global dos produtos. Em particular, no caso do milho e da soja, a redução esperada para a safra brasileira em 2023/2024 tem sido compensada pela recuperação da produção argentina após a quebra de safra em 2022/2023.²⁸

O agregado das *commodities* energéticas, por sua vez, apresentou queda de 0,6% desde o Relatório anterior, explicada pelos recuos nos preços do gás natural nos Estados Unidos e do carvão na Europa. Em grandes linhas, o movimento dos dois produtos parece associado à oferta mais abundante do gás natural e ao inverno menos rigoroso no hemisfério norte. O petróleo *Brent*, por outro lado, apresentou alta de 5,3% no período. Permanecem relevantes as restrições de oferta da *commodity* no âmbito da Opep+, além das incertezas derivadas das tensões geopolíticas no Oriente Médio.

Por fim, as *commodities* metálicas apresentaram alta de 5,5% no trimestre, seguindo principalmente a evolução do preço do estanho. O minério de ferro, que tinha apresentado alta no trimestre anterior, voltou a recuar.

Gráfico 1.2.30 – IPA-DI

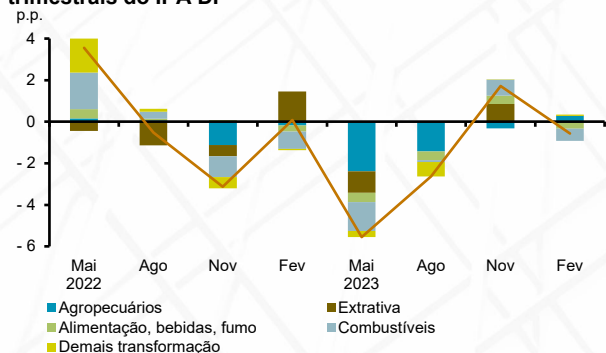


O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) voltou a apresentar variação negativa, com queda de 0,6% nos três meses até fevereiro, após alta no trimestre anterior. O resultado refletiu principalmente os recuos observados em derivados de petróleo e em alimentos industrializados. A variação acumulada em doze meses do IPA-DI permaneceu negativa (-7,0%), patamar semelhante ao verificado no trimestre anterior.

Os preços de produtos agropecuários apresentaram, no agregado, alta de 1,1%, interrompendo sequência de quedas observada desde o quarto trimestre de 2022. As maiores contribuições para o resultado vieram de alimentos *in natura* – além de tipicamente apresentarem alta de preço nesse período do ano, a oferta dos produtos foi prejudicada por adversidades climáticas derivadas do El Niño. Além dos alimentos *in natura*, também houve alta relevante nos preços do milho, do café, do arroz e do feijão. No sentido contrário, a soja voltou a apresentar queda, seguindo

28/ De acordo com as estimativas do último relatório mensal do United States Department of Agriculture (USDA), Argentina e Brasil em conjunto produzirão 7% a mais de milho e soja do que na safra anterior.

Gráfico 1.2.31 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI



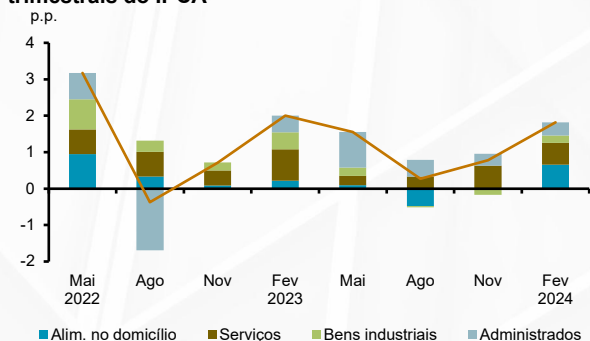
Fonte: FGV

os preços internacionais. No período mais recente, e com base em dados de mais alta frequência, já se observa recuo no preço do arroz, com a entrada da nova safra no país, e alta significativa no preço do algodão, seguindo as cotações no mercado internacional.

Os preços ao produtor no segmento industrial recuaram nos três meses até fevereiro. A evolução do preço do diesel, que foi determinante para a alta dos produtos industriais no trimestre anterior, desta vez contribuiu para a queda no segmento. Na mesma direção, no grupo de produtos alimentícios industriais, houve recuos relevantes no preço do açúcar e de farelo e óleo de soja, movimento que espelha o observado nas cotações internacionais da oleaginosa.

Excluindo combustíveis e produtos alimentícios industriais, grupos que apresentam volatilidade mais elevada, os preços da indústria de transformação tiveram variação próxima à estabilidade nos três meses até fevereiro (0,14%). Esse agregado de produtos apresenta variações bastante reduzidas desde o segundo semestre de 2022 e acumula recuo de 2,3% em doze meses. Por outro lado, os preços de bens de consumo excluindo alimentos e combustíveis avançaram 0,64% nos três meses até fevereiro e acumulam alta de 2,5% em doze meses. Essa variação modestamente mais elevada nos bens do elo final da cadeia de produção para o consumo pode representar sinais incipientes de pressão nos preços de bens ao consumidor. No entanto, o comportamento dos preços ao produtor no trimestre, de modo geral, ainda segue compatível com inflação de bens industriais ao consumidor em patamar baixo.

Gráfico 1.2.32 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA



Fontes: IBGE e BC

Os preços ao consumidor medidos pelo IPCA avançaram 1,82% no trimestre encerrado em fevereiro, variação substancialmente acima da observada no trimestre até novembro (0,78%). Essa variação mais forte reflete, em parte, o padrão típico do período, mas também pode ser observada nas séries com ajuste sazonal. A variação dessazonalizada e anualizada do IPCA passou de 3,54% em novembro para 5,08% no trimestre terminado em fevereiro. No mesmo período, a média dos núcleos de inflação passou de 3,41% para 4,08%, o que indica que a alta da inflação não se limitou aos produtos mais voláteis da cesta.

A variação acumulada em doze meses do IPCA recuou de 4,68% em novembro para 4,50% em fevereiro,

Gráfico 1.2.33 – IPCA

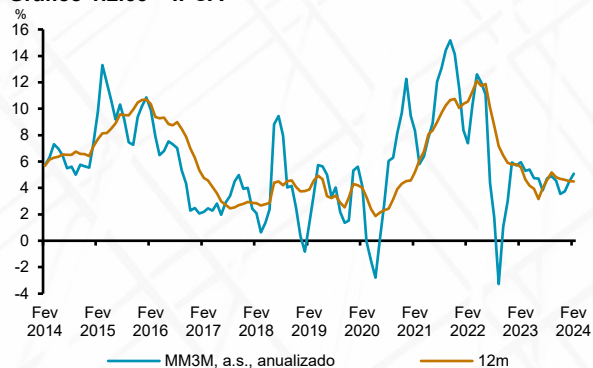


Gráfico 1.2.34 – Média dos núcleos

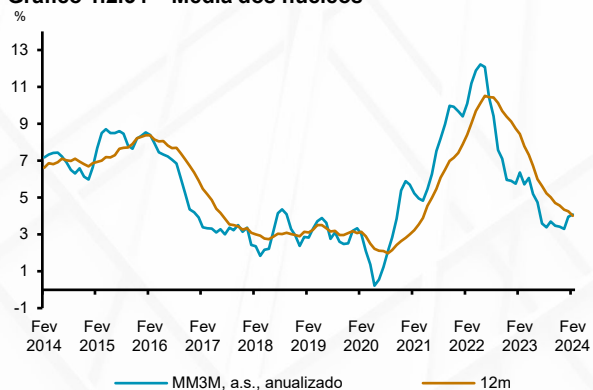


Gráfico 1.2.35 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA

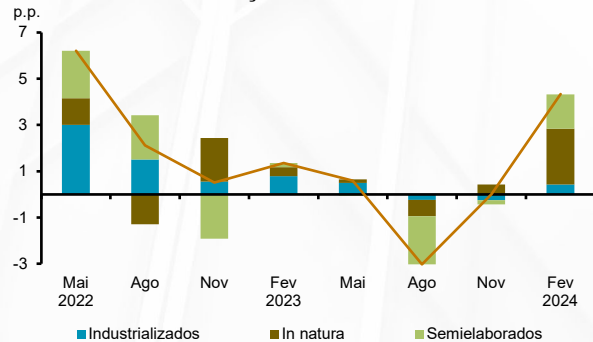
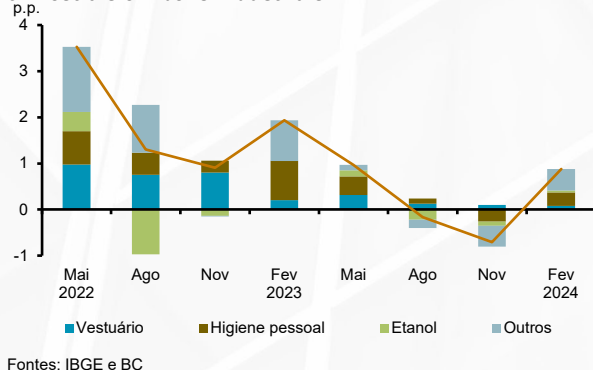


Gráfico 1.2.36 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



movimento também observado na média dos núcleos de inflação (de 4,56% para 4,01%). A variação mais baixa no IPCA reflete, entre os grandes segmentos, a desaceleração de bens industriais, administrados e do componente ex-subjacente de serviços. No sentido contrário, o segmento de alimentação no domicílio, que vinha de queda interanual de 1,14% em novembro, passou para alta de 1,77% em fevereiro. Na mesma métrica, o componente subjacente da inflação de serviços também aumentou, de 4,78% em novembro para 4,89% em fevereiro, corroborando a expectativa de arrefecimento mais lento dos preços no restante do ano.

Considerando as variações trimestrais, os preços de alimentos no domicílio apresentaram alta acentuada nos três meses encerrados em fevereiro, 4,33%, ante -0,01% em novembro. A aceleração desse conjunto de preços, que no Relatório anterior já era esperada, também pode ser observada na série com ajuste sazonal. Assim, além da sazonalidade, o resultado pode refletir o impacto de adversidades climáticas sobre a oferta de alimentos, em especial no caso de produtos *in natura*. Nesse grupo, destacam-se as variações observadas em subitens como batata, banana, tomate e cenoura. Entre os semielaborados, o preço do arroz apresentou nova alta relevante, desta vez acompanhado pelo preço do feijão, e o leite longa vida, que vinha contribuindo para a queda dos preços do segmento, apresentou elevação nos três meses até fevereiro.

Os preços dos bens industriais avançaram 0,87% no trimestre encerrado em fevereiro, após variações negativas nos dois trimestres anteriores (encerrados em agosto e novembro). Ainda que a magnitude da alta tenha sido limitada, o resultado representa uma aceleração em relação ao período anterior, também observável na série dessazonalizada. Tanto a variação no trimestre quanto a aceleração em relação ao período anterior tiveram contribuição importante de higiene pessoal, item volátil e com peso elevado. Todavia, o movimento não se restringiu a esse item e foi relativamente disseminado. Entre os componentes com variação acima da observada em novembro, houve contribuições relevantes de aparelho telefônico, leitura, eletrodomésticos, TV, som e informática e automóvel novo e usado.

Os preços do segmento de serviços avançaram 1,69% nos três meses até fevereiro, variação ligeiramente inferior à observada no trimestre encerrado em novembro. Com ajuste sazonal, o segmento

Gráfico 1.2.37 – Inflação de bens industriais

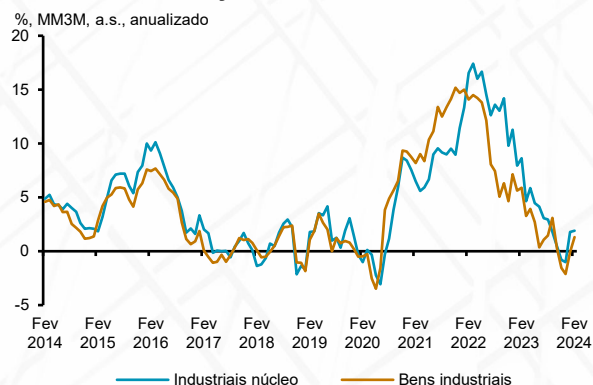
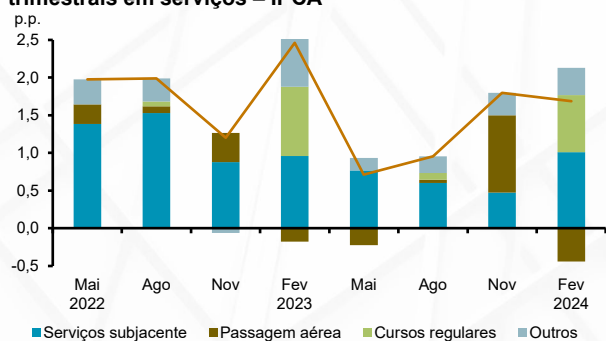


Gráfico 1.2.38 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.39 – Inflação de serviços

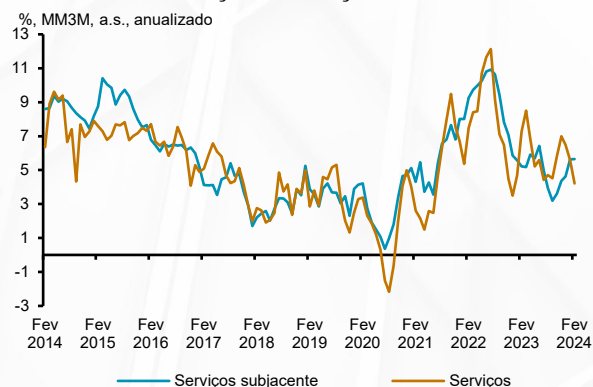
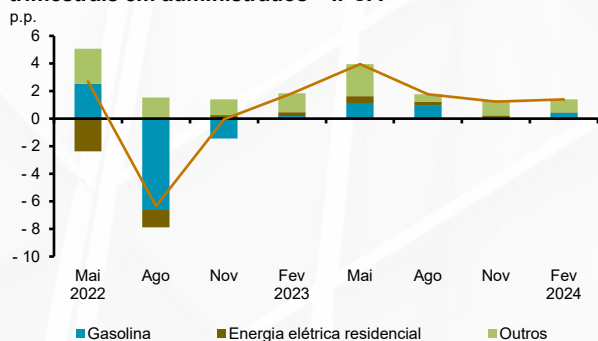


Gráfico 1.2.40 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA



Fontes: IBGE e BC

apresenta alta anualizada de 4,22% no período, desacelerando em relação ao trimestre anterior. Os componentes subjacente e ex-subjacente tiveram evolução bastante distinta no período. Enquanto o componente ex-subjacente desacelerou de forma significativa, o contrário foi observado no caso do componente subjacente. Essa diferença não é explicada por diferenças de sazonalidade, também sendo observada nas séries com ajuste sazonal.

Na comparação com o trimestre encerrado em novembro, o componente ex-subjacente de serviços incorporou o reajuste de mensalidades escolares, registrado no IPCA de fevereiro. Houve, no entanto, forte reversão no preço de passagens aéreas, que tinham avançado 67,20% no período anterior e apresentaram recuo de 17,59% nos três meses até fevereiro.

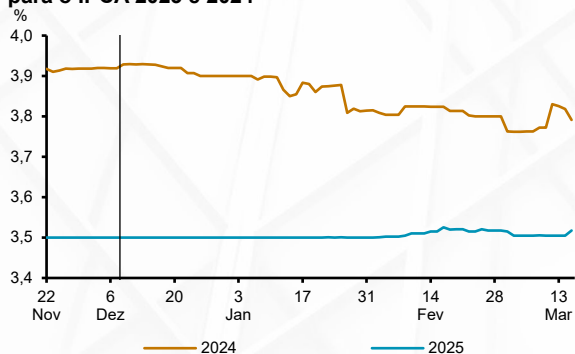
O componente subjacente da inflação de serviços apresentou alta de 1,71% nos três meses até fevereiro, ante variação de 0,79% no trimestre anterior. A aceleração dos preços foi relativamente disseminada, com contribuições relevantes de seguro de veículos, conserto de automóvel, serviço bancário, alimentação fora do domicílio e de serviços mais intensivos em trabalho (serviços médicos e dentários, manicure e cabelereiro e barbeiro). Em termos dessazonalizados e anualizados, a inflação subjacente de serviços aumentou para 5,66% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 4,37% no trimestre anterior. Em visão mais longa, essa evolução, até aqui marcada por oscilações, corrobora a perspectiva de uma desaceleração mais gradual para o componente ao longo do ano.

Por fim, os preços administrados apresentaram variações ligeiramente mais altas, de 1,39% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,24% no trimestre até novembro. O movimento foi bastante influenciado pela alta na gasolina, que reflete a majoração do ICMS *ad rem* sobre o combustível no início de fevereiro. Também foram observadas variações mais altas em ônibus urbano e produtos farmacêuticos. No sentido oposto, destaca-se a variação menor em emplacamento e licença de automóvel. Até dezembro, o subitem apresentava variações mensais equivalentes a reajuste anual de 21,2%, passando a incorporar variações mensais equivalentes a uma redução anual de -1,3% a partir de janeiro.

Tabela 1.2.9 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2024

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		08-dez	15-mar	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	100	3,93	3,79	-0,14
IPCA (por agregação)	100	3,90	3,74	-0,15
Alimentação no domicílio	15	4,04	4,09	0,01
Bens industriais	23	2,32	2,21	-0,03
Serviços	36	4,50	4,30	-0,07
Administrados	26	4,41	4,16	-0,06
Livres	74	3,75	3,63	-0,08
Livres (por agregação)	74	3,72	3,60	-0,09

Gráfico 1.2.41 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2023 e 2024



A mediana das expectativas para a inflação em 2024 recuou desde o último Relatório, passando de 3,93% para 3,79%. A análise das projeções desagregadas em segmentos indica perspectiva de alta menor em bens industriais, serviços e preços administrados. Tomando como base a evolução das respostas ao QPC, a revisão para baixo de administrados parece refletir em grande medida a surpresa com o subitem empacamento e licença no IPCA de janeiro, cuja variação se repete nos demais meses de 2024. Ainda com base nas respostas ao QPC, a revisão da inflação de serviços pode estar relacionada com a projeção menor para o subitem passagem aérea. No mesmo período de comparação, a projeção mediana do QPC para a inflação subjacente de serviços aumentou.

Para 2025 e 2026, as medianas das expectativas mantiveram-se próximas de 3,50%, acima da meta de inflação para o período. Conforme a avaliação do Copom, registrada na ata de sua última reunião, a redução das expectativas requer uma atuação firme da autoridade monetária, bem como o contínuo fortalecimento da credibilidade e da reputação tanto das instituições como dos arcabouços fiscal e monetário que compõem a política econômica brasileira.

Revisão da projeção do PIB para 2024

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2023	2024 ¹	
		Anterior	Atual
Agropecuária	15,1	1,0	-1,0
Indústria	1,6	1,7	2,2
Extrativa mineral	8,7	2,0	3,0
Transformação	-1,3	1,3	1,7
Construção civil	-0,5	1,0	2,5
EGAER	6,5	4,4	3,5
Serviços	2,4	1,9	2,0
Comércio	0,6	2,1	1,9
Transporte, armazenagem e correio	2,6	1,1	1,8
Serviços de informação	2,6	2,2	1,8
Interm. financ.e serviços relacionados	6,6	2,2	2,4
Outros serviços	2,8	2,0	2,3
Atividades imobiliárias e aluguel	3,0	2,4	2,4
Adm., saúde e educação públicas	1,1	1,3	1,5
Valor adicionado a preços básicos	3,0	1,8	1,9
Impostos sobre produtos	2,1	1,6	1,8
PIB a preços de mercado	2,9	1,7	1,9
Consumo das famílias	3,1	2,3	2,3
Consumo do governo	1,7	1,1	1,9
Formação bruta de capital fixo	-3,0	1,0	1,5
Exportação	9,1	1,5	0,5
Importação	-1,2	2,5	3,0

Fonte: IBGE e BC

1/ Estimativa.

razão de irregularidade das chuvas e de temperaturas elevadas em grande parte das principais regiões produtoras do país.¹

Na indústria, a projeção passou de 1,7% para 2,2%, com piora na estimativa para “eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos” (EGAER) e melhora para as demais atividades. No caso da construção e da indústria extrativa, a revisão resulta, principalmente, das surpresas positivas no quarto trimestre, que deixam o carregamento estatístico para 2024 mais elevado. Na indústria de transformação, os indicadores já disponíveis para 2024 sugerem que o crescimento no primeiro trimestre será maior do que o previamente esperado. Estoques normalizados e melhora da confiança dos empresários também favorecem maior expansão

A projeção central de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2024 passou de 1,7% para 1,9%. A revisão moderada reflete, principalmente, dinamismo levemente maior que o esperado da economia no início do ano, como sugerem os indicadores disponíveis.

Qualitativamente, a previsão assemelha-se à apresentada no Relatório anterior. Comparativamente a 2023, espera-se, sob a ótica da oferta, que o crescimento tenha menor contribuição dos setores menos cíclicos – notadamente a agropecuária e a indústria extrativa. Sob a ótica da demanda, prevê-se menor crescimento do consumo das famílias, dado o menor impulso de transferências governamentais. O setor externo deve ter contribuição líquida negativa, com aumento das importações e menor crescimento das exportações, diante da expectativa de desempenho mais modesto da agropecuária e da indústria extrativa. Por outro lado, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) deve voltar a crescer, com apoio de condições monetárias menos restritivas.

Pela ótica da produção, o aumento na projeção do PIB em relação à divulgada no Relatório anterior resulta de perspectivas de crescimento mais elevadas na indústria e no setor de serviços. Por outro lado, a projeção passou a incorporar queda da produção agropecuária (-1,0%, ante projeção de alta de 1,0%). Essa revisão reflete, principalmente, o recuo nas previsões para a produção agrícola em 2024, em

1/ À época do Relatório anterior, o IBGE apresentou prognóstico de redução da safra de grãos de 2,8% em relação à de 2023, enquanto a estimativa mais recente do órgão (apresentada no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola divulgado em março) é de queda de 4,7%. Já a previsão da Conab para a variação da safra de grãos 2023/2024 ante a safra 2022/2023 passou de -1,9% para -7,6%.

do setor. Já o recuo na previsão para EGAER decorre de resultado um pouco abaixo do esperado no quarto trimestre e da expectativa de maior participação de geração térmica no total de energia elétrica produzida em 2024.²

A projeção para o setor de serviços teve ligeiro crescimento, de 1,9% para 2,0%. As principais contribuições para a alta vieram das previsões mais favoráveis para “outros serviços”, “administração, saúde e educação públicas” e “transporte, armazenagem e correio”. Em sentido oposto, destaca-se a redução na estimativa para o crescimento do comércio. As mudanças, quase todas de pequena magnitude, refletem, de modo geral, surpresas no resultado do quarto trimestre de 2023 e os primeiros indicadores disponíveis para 2024.

Com relação aos componentes domésticos da demanda agregada, houve manutenção da previsão para o crescimento do consumo das famílias, em 2,3%, e elevação das estimativas para o consumo do governo, de 1,1% para 1,9%, e para a FBCF, de 1,0% para 1,5%. Para a manutenção da previsão de crescimento anual do consumo das famílias concorrem fatores com efeitos opostos: de um lado, a surpreendente queda do consumo das famílias ocorrida no quarto trimestre de 2023 resultou em carregamento estatístico para 2024 mais baixo do que o esperado; de outro, destaca-se a recente dinâmica positiva do mercado de trabalho. A alta nas previsões para o consumo do governo e para a FBCF decorre, em grande medida, de surpresas no resultado do quarto trimestre. Para a FBCF, reflete também os primeiros indicadores de 2024, que mostram alta na produção e na importação de bens de capital.

As exportações e importações em 2024 devem variar 0,5% e 3,0%, ante projeções respectivas de 1,5% e 2,5% apresentadas anteriormente. O recuo no prognóstico para as exportações reflete redução nas estimativas para a exportação de produtos agrícolas e de serviços. Já a ligeira alta nas importações advém, principalmente, de elevação das estimativas para a importação de bens de capital e de serviços, motivada pelos dados de importação divulgados desde o Relatório anterior.

Tendo em vista as novas estimativas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2024 são estimadas em 2,3% e -0,4%, respectivamente.

2/ Essa expectativa, ainda bastante incerta, decorre de o nível dos reservatórios das hidrelétricas terem se situado no início de 2024 em patamares mais baixos do que os verificados em igual período do ano passado, embora ainda bastante acima da média dos últimos anos. Adicionalmente, a energia natural afluente (grosso modo, a energia elétrica que poder ser produzida com o fluxo de água que alimenta os reservatórios) tem ficado abaixo da média histórica recente.

Projeção para a evolução do crédito em 2024

Este box apresenta a revisão da projeção de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2024 (Tabela 1).

Desde o Relatório de Inflação anterior, os dados do mercado de crédito vieram acima do esperado, em especial no segmento livre. Além disso, no segmento direcionado, houve revisão dos dados da modalidade financiamento imobiliário, que culminou na elevação da estatística de saldo desde fevereiro de 2023. Tais fatores contribuíram para que o saldo do crédito terminasse 2023 com crescimento interanual de 8,1%, acima da projeção de 6,8% publicada no Relatório de dezembro do ano passado. Ainda assim, houve expressiva desaceleração do ritmo de crescimento do saldo em relação a 2022, que refletiu a postura contracionista da política monetária, o nível elevado de endividamento das famílias e o aumento da aversão ao risco das instituições financeiras, como discutido no Capítulo 1 deste Relatório.

Para 2024, a projeção de crescimento do saldo de crédito aumentou de 8,8% para 9,4%. A projeção de crescimento do crédito livre para pessoas físicas passou de 9,0% para 10,0%, enquanto a para as empresas foi elevada de 7,0% para 7,5%. Ambas as revisões refletem a surpresa com os dados do quarto trimestre, que abrangeu concessões mais elevadas e recuo da inadimplência, e a revisão para cima na projeção de crescimento da economia. No crédito direcionado, a projeção de crescimento do saldo de pessoas físicas foi ajustada de 10,0% para 10,5%, refletindo a revisão dos saldos do financiamento imobiliário em 2023. Por fim, a projeção de crescimento do crédito direcionado para pessoas jurídicas ficou estável em 9,0%, com a manutenção do cenário de expansão moderada do crédito rural e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

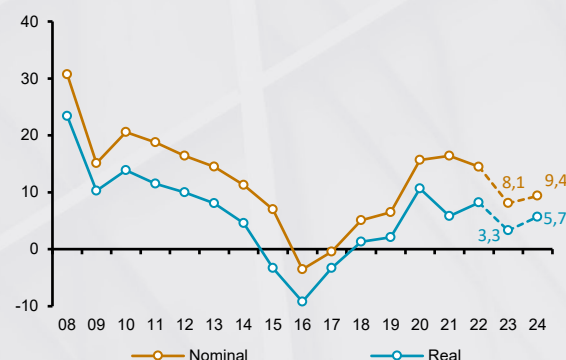
Em resumo, as novas projeções de crescimento do estoque de crédito para 2024 são ligeiramente maiores que as indicadas no Relatório anterior, e continuam indicando um processo de recuperação do ritmo de crescimento, nominal e real, do crédito compatível com a fase de redução do grau de aperto monetário em curso desde meados de 2023.

Tabela 1 – Saldo de crédito

	Variação % em 12 meses				
	Ocorrido		Proj. 2024		
	2022	2023	Jan 2024	Anterior	Atual
Total	14,5	8,1	7,6	8,8	9,4
Livres	14,9	5,5	4,6	8,1	8,9
PF	17,5	8,2	8,1	9,0	10,0
PJ	11,9	2,2	0,1	7,0	7,5
Direcionados	14,0	11,9	12,0	9,7	10,0
PF	18,0	13,1	12,9	10,0	10,5
PJ	6,9	9,6	10,2	9,0	9,0
Total PF	17,7	10,4	10,2	9,4	10,2
Total PJ	10,1	4,7	3,6	7,7	8,0

Gráfico 1 – Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses



Projeções para as contas externas de 2024

Este box apresenta a revisão da projeção das contas externas da economia brasileira para 2024. O cenário segue favorável, caracterizado por superávit elevado na balança comercial, ainda que menor do que em 2023; déficit moderado na conta de transações correntes; e investimento direto no país (IDP) em recuperação, com valor mais que suficiente para o financiamento do déficit em transações correntes.

A projeção para as aberturas analisadas teve alterações apenas na balança comercial e, conseqüentemente, no saldo de transações correntes. Projeta-se para 2024 déficit em transações correntes de US\$48 bilhões (2,1% do Produto Interno Bruto – PIB), maior do que se projetava anteriormente (US\$35 bilhões). Essa elevação decorre de revisão para baixo no saldo projetado para a balança comercial: de US\$73 bilhões para US\$59 bilhões (2,5% do PIB). Foram mantidas as estimativas para as contas de serviços, renda primária e de investimentos passivos.

A piora do saldo comercial em relação à estimativa anterior ocorreu principalmente em função da revisão para baixo na projeção do valor exportado, que reflete os preços mais baixos, com destaque para a soja, dada a perspectiva de oferta global robusta. Espera-se ainda retração maior no volume embarcado da oleaginosa e do milho em relação a 2023, ainda que o impacto negativo no volume exportado total seja parcialmente contrabalançado por revisões positivas em outros produtos básicos, como carnes e petróleo.

Para as importações, a projeção manteve-se relativamente estável. Por um lado, foram revisadas para cima as importações de bens de capital. Por outro, destaca-se o prognóstico de queda no valor importado de bens intermediários, refletindo perspectiva de preços mais baixos, que mais do que compensam a recente recuperação do volume importado após o fim da seca na bacia amazônica.

A projeção para a conta de serviços não foi alterada. O déficit, mais elevado do que em 2023, resulta de maior convergência dos gastos líquidos com viagens internacionais ao nível verificado antes da pandemia, bem como de certa estabilidade nas outras rubricas, como transportes. A projeção para a conta de renda primária, que também foi mantida, considera aumento nos gastos líquidos com juros, em linha com os efeitos defasados do patamar mais alto de juros nas principais economias; e redução nas despesas líquidas de lucros e dividendos, refletindo moderação após ganhos excepcionalmente altos no primeiro semestre de 2023.

O IDP deve atingir US\$70 bilhões, equivalente a 3,0% do PIB. Trata-se de pequeno aumento em relação a 2023, convergindo para patamar compatível com a média histórica em termos percentuais do PIB. Apesar

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2023	2024	Projeção 2024	
	Ano	Jan	Anterior	Atual
Transações correntes	-29	-5	-35	-48
Balança comercial	81	4	73	59
Exportações	344	27	343	330
Importações	264	23	270	271
Serviços	-38	-3	-40	-40
dos quais: viagens	-8	0	-12	-12
dos quais: transportes	-13	-1	-14	-14
Renda primária	-72	-6	-68	-68
dos quais: juros	-28	-4	-29	-29
dos quais: lucros e dividendos	-45	-2	-39	-39
Investimentos – passivos	91	17	80	80
IDP	62	9	70	70
Inv. Carteira	12	7	10	10
Outros inv. Passivos ¹	17	2	0	0

^{1/} Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

de mantida a projeção desde Relatório anterior, a dinâmica recente sugere maior contribuição do item de participação no capital e menor contribuição das operações intercompanhia – componente que nos últimos anos tem se mostrado mais volátil. Para os investimentos em carteira, as entradas líquidas esperadas – um pouco menores que em 2023 – devem concentrar-se em títulos de dívida. A maior demanda estrangeira por títulos públicos emitidos no país pode estar associada à percepção de risco fiscal mais moderado que em 2023 e à menor volatilidade do câmbio.

Gráfico 1 – Transações correntes

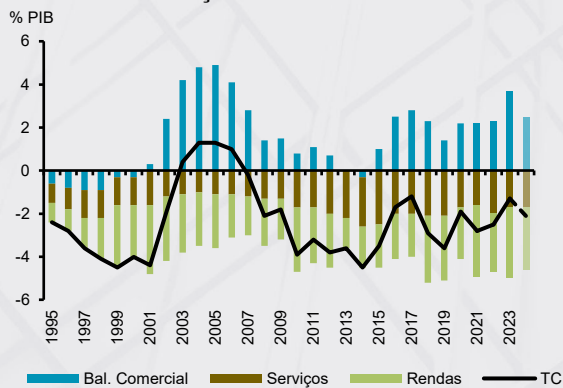
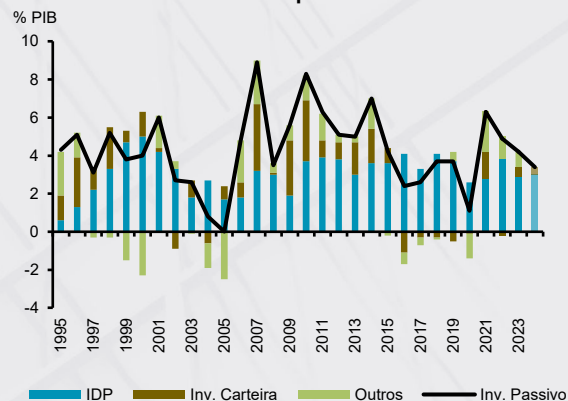


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2026, cobrindo, portanto, a totalidade dos anos-calendário para os quais há definição das metas para a inflação, por parte do CMN, considerando a data de corte deste documento.

As projeções de inflação apresentadas representam a visão do Copom. As projeções são geradas utilizando-se um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinados com exercício de julgamento.

As projeções de inflação são condicionais em um conjunto de variáveis. Em particular, os cenários apresentados neste capítulo utilizam como condicionantes as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, conduzida pelo BC, e da taxa de câmbio baseada na teoria da Paridade do Poder de Compra (PPC).²⁹

As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de outras variáveis exógenas. As projeções são apresentadas conjuntamente com intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza envolvido.

Neste Relatório, as projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 261ª reunião do Copom, realizada em 19 e 20.3.2024. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 15.3.2024, a menos de indicação contrária.

29/ Para mais detalhes, ver box [“Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra”](#), do Relatório de setembro de 2020.

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2023		2024		
	Dez	Jan	Fev	No trim. até fev.	12 meses até fev.
Cenário do COPOM ^{1/}	0,50	0,26	0,52	1,29	3,95
IPCA observado	0,56	0,42	0,83	1,82	4,50
Surpresa	0,06	0,16	0,31	0,54	0,55

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de dezembro de 2023.

A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, surpreendeu para cima no trimestre encerrado em fevereiro, após sequência de quatro trimestres com surpresas para baixo. A inflação nos três meses revelou-se 0,54 p.p. maior do que a esperada pelo Copom em seu cenário de referência de dezembro (Tabela 2.1.1).³⁰ Em sentido contrário, a projeção de inflação de março foi revista de 0,39% no Relatório anterior para 0,24% no atual.³¹

Em relação ao cenário de referência do Copom, a surpresa de alta no trimestre deveu-se principalmente aos segmentos de preços administrados e de alimentação no domicílio. Entre os administrados, a surpresa foi concentrada em gasolina. Houve também alta acima da esperada em produtos farmacêuticos, embora de magnitude menor. Essas surpresas mais do que compensaram as variações abaixo das antecipadas em emplacamento e licença e ônibus urbano. No segmento de alimentação no domicílio, houve variações maiores do que as esperadas em alimentos *in natura*, no agregado de arroz e feijão e em leites e derivados. A variação no segmento de serviços foi próxima à projetada, mas com diferenças relevantes na sua composição. Houve surpresa para cima no componente subjacente, explicada apenas parcialmente pela variação mais forte que a antecipada no subitem serviço bancário. No ex-subjacente, a surpresa para baixo teve contribuições mais relevantes de passagem aérea e transporte por aplicativo.

Tabela 2.1.2 – IPCA – Projeção de curto prazo^{1/}

	Variação %			
	2024			
	Mar	Abr	Mai	Jun
Variação mensal	0,24	0,35	0,27	0,15
Variação trimestral	1,50	1,43	0,86	0,77
Variação em 12 meses	4,01	3,74	3,78	4,02

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário de referência do Copom na data de corte.

Prospectivamente, no cenário de referência do Copom, as projeções de curto prazo consideram variações de 0,24% em março, 0,35% em abril, 0,27% em maio e 0,15% em junho (Tabela 2.1.2). A revisão na projeção de março em relação ao Relatório anterior é influenciada por variação menor no subitem passagem aérea e em produtos *in natura*.

O cenário de referência até junho contempla variações abaixo das observadas nos últimos três meses, em linha com a sazonalidade mais favorável do período. Descontados os efeitos sazonais, a projeção

30/ A inflação divulgada no trimestre até fevereiro foi superior à esperada por analistas de mercado, mas por margem menor do que na projeção do Copom. A mediana da inflação acumulada em dezembro, janeiro e fevereiro projetada pelos participantes do Focus em 8.12.2023 foi 1,42%. Os percentis 10 e 90 da distribuição foram 1,26% e 1,70%, respectivamente.

31/ A expectativa mediana dos analistas para março também é menor do que a vigente na data de corte do Relatório anterior. A projeção mediana do Focus para março era 0,34% em 8.12.2023 e foi reduzida para 0,22% na data de corte deste Relatório.

é consistente com ritmo de desinflação mais lento do que o observado entre 2022 e 2023. A variação menor nos preços ao consumidor deve ter contribuição relevante dos preços da alimentação no domicílio, em particular de alimentos *in natura* e de arroz e feijão, que apresentaram variações acentuadas nos três meses até fevereiro. Por outro lado, leites e derivados, em período de entressafra para a captação do leite *in natura*, devem continuar com variações mais elevadas. Os preços de bens industriais devem manter variações relativamente baixas: os preços ao produtor de bens industriais continuam com evolução benigna, ainda que haja sinais de reajustes maiores nos preços de bens finais, como descrito na seção 1.2 deste Relatório. O período até junho deve incorporar os efeitos do reajuste de preços máximos de medicamentos, típico do período, que devem contribuir para variação ainda elevada no segmento de preços administrados. Por fim, o segmento de serviços deve apresentar variações mais baixas, passado o efeito sazonal do reajuste de mensalidades escolares. No componente subjacente, a perspectiva é de desaceleração gradual. Ainda que a sazonalidade nesse componente seja menos pronunciada, os dois primeiros meses do ano concentram variações mais altas, que não devem ser observadas nos meses até junho. Adicionalmente, no subitem serviço bancário, não se esperam variações como as observadas entre dezembro e fevereiro. Por fim, a variação mensal da média dos núcleos de inflação deve permanecer em patamar acima da meta de inflação, dentro do intervalo de tolerância.

2.2 Projeções condicionais

Condicionantes

Os cenários considerados para a inflação são construídos utilizando vários condicionantes. A taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,95³², valor maior do que o considerado no Relatório anterior, de USD/BRL 4,90, e segue trajetória de acordo com a PPC³³ (Gráfico 2.2.1). As médias consideradas nos últimos trimestres de 2024, 2025 e 2026 são de USD/BRL 4,98, USD/BRL 5,03 e USD/BRL 5,08, respectivamente.

No caso da taxa Selic, partindo do valor de 11,25% a.a. estabelecido na 260ª reunião do Copom (30 e 31.1.2024), a trajetória da mediana das expectativas extraídas da pesquisa Focus de 15.3.2024, a partir da reunião de março, é de quatro quedas de 0,50 p.p., chegando a 9,25% na reunião de julho, estabilidade na reunião seguinte e queda de 0,25 p.p. na de novembro, alcançando então 9,00%, mesmo valor do final de ano (Gráfico 2.2.2). Nessa trajetória, a taxa Selic cai para 8,50% em 2025, valor mantido até o final do horizonte considerado, de 2027³⁴. Na comparação com o Relatório anterior, considerando a média no trimestre, os valores são levemente inferiores entre o terceiro trimestre de 2024 e quarto trimestre de 2025.

Os cenários considerados utilizam ainda hipóteses para vários outros condicionantes. Considera-se que os níveis atuais de incerteza econômica se reduzem ao longo do tempo. Do ponto de vista fiscal, supõe-se que o resultado primário do governo central corrigido pelo ciclo econômico e por *outliers*, no acumulado em doze meses, depois de terminar 2023 com déficit significativo, em parte decorrente da incorporação do pagamento do estoque atrasado de precatórios, se recupera parcialmente ao longo do tempo. A taxa de juros real neutra utilizada nas projeções é de 4,5% a.a. no horizonte considerado.³⁵ Os cenários também incorporam a ocorrência do fenômeno *El Niño*. Em termos de bandeira tarifária de energia elétrica,

Gráfico 2.2.1 – Taxa de câmbio utilizada nas projeções – Trajetória PPC

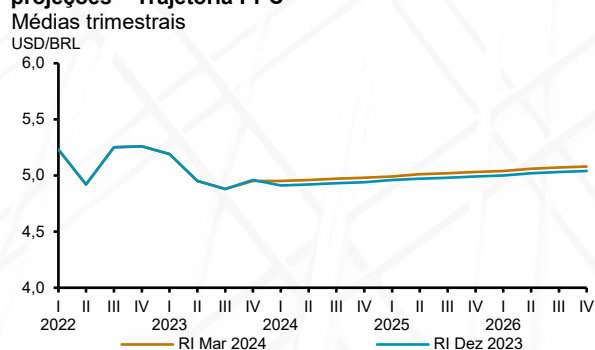
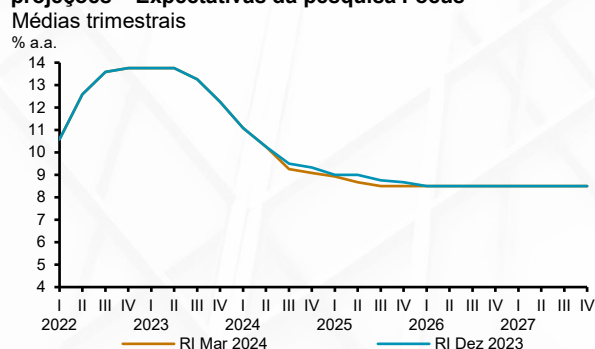


Gráfico 2.2.2 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus



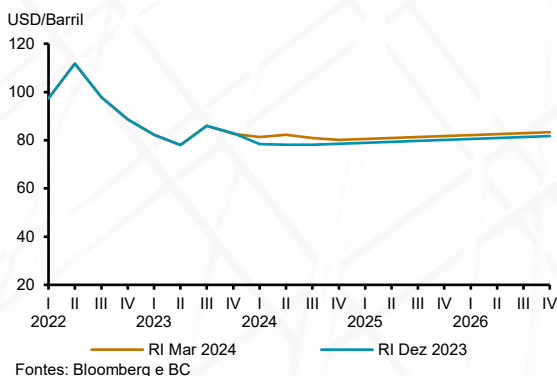
32/ Valor obtido pelo procedimento, que começou a ser adotado na 258ª reunião, de arredondar a cotação média da taxa de câmbio USD/BRL observada nos dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

33/ Considerando facilidade no processo de formulação das projeções e simplicidade de comunicação, o diferencial de inflação considerado é a diferença, a cada ano, entre a meta para a inflação no Brasil e a inflação externa de longo prazo, considerada como de 2% a.a., em linha com a meta para a inflação da maioria dos países desenvolvidos.

34/ Como descrito no box "Revisão do modelo agregado de pequeno porte", do Relatório de Inflação de dezembro de 2021, na curva IS, a taxa Selic utilizada refere-se à trajetória um ano à frente. Portanto, a taxa de juros utilizada ao longo de 2026 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2027. Ressalta-se que a construção da trajetória da taxa Selic nesse cenário utiliza interpolação para os meses em que a pesquisa não coleta os respectivos dados, considerando os valores de final de cada ano.

35/ Para diversas estimativas da taxa neutra, ver o box "Medidas de taxa de juros real neutra no Brasil", do Relatório de junho de 2023.

Gráfico 2.2.3 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais



utiliza-se a hipótese de bandeira tarifária verde para dezembro de 2024, de 2025 e de 2026.

Com relação ao preço do petróleo considerado nas projeções, parte-se de valor em torno da média dos preços vigentes no período de dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom. Utiliza-se a hipótese de que o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado pelos próximos seis meses, alcançando cerca de US\$80/barril, e passa a aumentar 2% ao ano a partir de então (Gráfico 2.2.3). O preço do petróleo subiu desde o Relatório passado, fazendo com que o preço médio considerado para o segundo trimestre de 2024 seja cerca de 5% superior.

As projeções avaliadas pelo Copom dependem de considerações sobre a evolução das políticas fiscal e parafiscal e de seu arranjo institucional, das reformas e ajustes necessários na economia. Seus efeitos sobre as projeções são capturados por meio dos preços de ativos, do grau de incerteza, das expectativas apuradas pela pesquisa Focus e pelo seu efeito na taxa de juros estrutural da economia. Além desses canais, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impulsos sobre a demanda agregada.

Determinantes da inflação

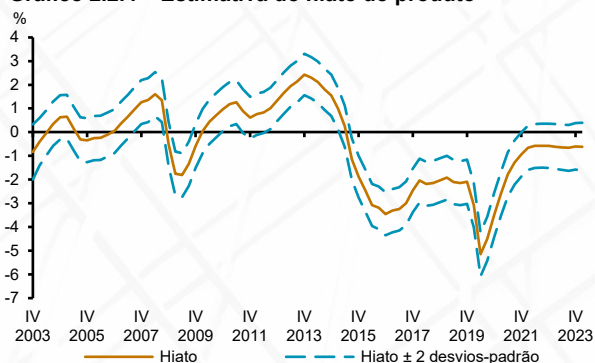
O preço de *commodities*, medido pelo IC-Br em dólares, caiu em dezembro, ficou relativamente estável em janeiro e subiu em fevereiro, chegando em março a níveis semelhantes aos de novembro.³⁶

O hiato do produto é uma variável não observável, sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, e é medido pelo BC por meio de diferentes metodologias. Este capítulo apresenta o hiato estimado pelo modelo agregado de pequeno porte.³⁷ Nessa estimativa, o hiato do produto é uma variável não observável, cuja trajetória incorpora informação de quatro variáveis de atividade econômica, referentes ao produto na economia e à ociosidade dos fatores de produção. Especificamente, são utilizados o PIB, o Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), a taxa de desocupação medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e o estoque de

36/ Ver seção 1.2 deste Relatório.

37/ Ver o boxe “[Revisão do modelo agregado de pequeno porte](#)”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

Gráfico 2.2.4 – Estimativa do hiato do produto



Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2024T1.

empregos formais medido pelo Novo Caged do MTE.³⁸ Ressalta-se ainda que o modelo adiciona estrutura econômica à estimação da trajetória do hiato ao considerar sua relação com a inflação de preços livres, via curva de Phillips, e com a própria curva IS.

Utilizando a metodologia descrita acima, o hiato do produto estimado tem se mantido relativamente estável nos últimos trimestres (Gráfico 2.2.4). O hiato do produto é estimado em -0,6% no quarto trimestre de 2023 e primeiro de 2024³⁹, valores semelhantes aos utilizados no Relatório anterior. Ressalta-se que, em virtude da elevada incerteza existente nas estimativas do hiato do produto, o Copom avalia projeções com diferentes estimativas e cenários para essa variável.

A evolução recente da atividade econômica tem sido consistente com o cenário de desaceleração da economia antecipado pelo Copom. O PIB, ajustado sazonalmente, cresceu 0,8% no segundo trimestre de 2023 e se manteve estável nos dois trimestres seguintes. Em termos de VAB, as taxas foram similares (0,8%, 0,1% e -0,1% nos mesmos períodos). Quando se considera o VAB excluindo a Agropecuária, as taxas são maiores, 1,1%, 0,4% e 0,4%. O crescimento do PIB de 2023, de 2,9%, foi levemente inferior à projeção no Relatório anterior, de 3,0%. Para 2024, a projeção de crescimento aumentou para 1,9%.⁴⁰ O mercado de trabalho tem mostrado dinamismo. Quando se consideram os empregos formais medidos pelo Novo Caged, as contratações líquidas têm se situado em patamares significativos. No mesmo sentido, a taxa de desocupação voltou a cair, movimento que havia sido iniciado no começo de 2021, mas que havia mostrado sinais de estabilidade ou mesmo de reversão antes do final de 2023. A taxa de desocupação (ajustada sazonalmente) de janeiro de 2024, de 7,6%, representa o menor nível desde abril de 2015. No caso do Nuci, os valores têm ficado relativamente estáveis nos meses recentes.

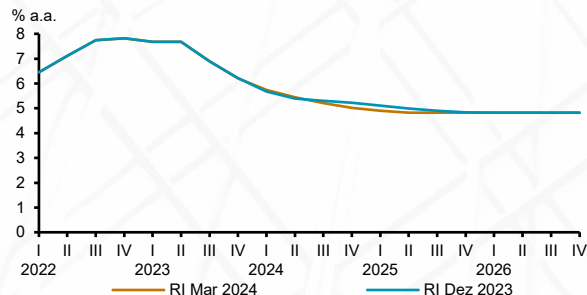
O hiato do produto projetado é de -0,6% para o último trimestre de 2024, portanto, no mesmo nível do que o estimado para o trimestre corrente, mas um pouco mais fechado do que o projetado no Relatório anterior, em -0,7%. Depois, o hiato do produto segue trajetória de estreitamento. O principal fator para esse comportamento é a trajetória utilizada da taxa

38/ Utilizam-se séries ajustadas sazonalmente.

39/ Para o primeiro trimestre de 2024, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

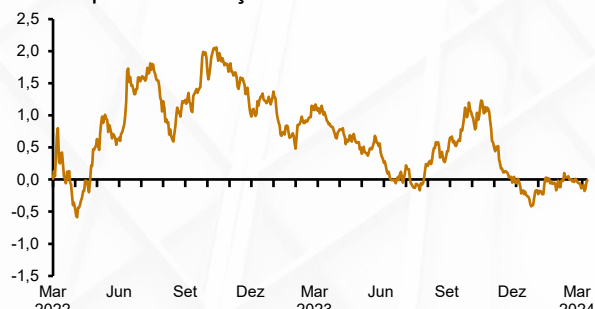
40/ Ver o boxe “Revisão da projeção do PIB para 2024”, deste Relatório.

Gráfico 2.2.5 – Selic real acum. quatro trimestres à frente
Médias trimestrais



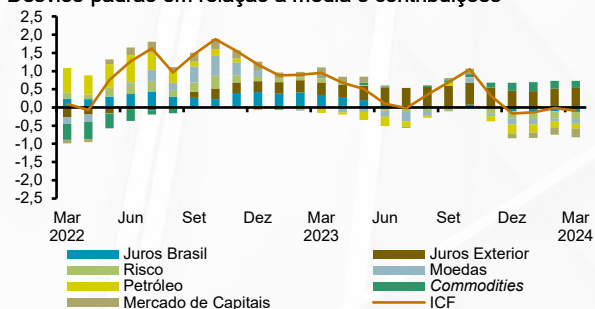
Obs.: Selic real calculada com base na taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas variáveis extraídas da pesquisa Focus.

Gráfico 2.2.6 – Indicador de Condições Financeiras
Desvios-padrão em relação à média – Série diária



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Dados do gráfico: 01.03.2022–15.03.2024.

Gráfico 2.2.7 – Indicador de Condições Financeiras
Desvios-padrão em relação à média e contribuições



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Valores referem-se à média mensal. Valor de mar/2024 refere-se à média até o dia 15.

Selic, com a redução já ocorrida e o movimento de queda à frente extraído da pesquisa Focus.

A taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas extraídas da pesquisa Focus e medidas em termos de médias trimestrais, teve pouca alteração em relação ao Relatório anterior (Gráfico 2.2.5). Nessa comparação, a taxa de juros real é levemente inferior no segundo semestre de 2024 e em 2025, refletindo a trajetória um pouco mais baixa da Selic nominal (Gráfico 2.2.2). A taxa de juros real alcançou valor máximo de 7,8% no último trimestre de 2022 e depois entrou em declínio, atingindo 6,2% no último trimestre de 2023. Nessa trajetória, a taxa de juros real atinge 5,0% ao final de 2024 e 4,8% ao final de 2025 e 2026, acima ainda da taxa real neutra considerada, de 4,5%.

Considerando o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), produzido pela Fundação Getulio Vargas, a incerteza teve queda em dezembro, pequena elevação em janeiro e nova redução em fevereiro, atingindo o menor nível desde julho de 2023. Segundo a FGV, a redução do indicador reflete a "continuidade de um cenário econômico doméstico favorável, com melhora do emprego, renda e inflação sob controle, apesar das tensões geopolíticas internacionais do momento"⁴¹. O comportamento da incerteza deve depender tanto de variáveis externas, como a volatilidade nos mercados internacionais, quanto de variáveis domésticas, como a trajetória de variáveis fiscais.

As condições financeiras apresentaram variação moderada ao longo do primeiro trimestre do ano (dados até 15.3.2024), como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC (Gráficos 2.2.6 e 2.2.7).⁴² No sentido de condições financeiras mais restritivas, contribuíram a elevação das taxas de juros futuras em países avançados, a depreciação do real, o crescimento do preço do petróleo e a queda da bolsa de valores doméstica. No sentido contrário, atuaram a queda nas taxas de juros futuras domésticas de prazos mais curtos e no prêmio de risco país, e a valorização das bolsas externas. Ressalta-se que o ICF reflete uma série de elementos, não devendo ser interpretado como indicador de estímulo ou aperto monetário. Além disso, a relação

41/ Indicador de Incerteza da Economia - Brasil, FGV IBRE – Fevereiro de 2024.

42/ Por construção, o ICF é uma medida adimensional, com média zero e variância unitária na amostra considerada desde janeiro de 2006.

Para descrição da metodologia empregada no cálculo do ICF, ver boxe "[Indicador de Condições Financeiras](#)", do Relatório de março de 2020, e para decomposição em fatores domésticos e externos, ver boxe "[Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em fatores domésticos e externos](#)", do Relatório de dezembro de 2022.

Tabela 2.2.1 – Projeções de inflação – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Varição do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Meta	RI de dezembro	RI de março	Diferença (p.p.)
2024	I		3,6	4,0	0,4
2024	II		3,8	4,0	0,2
2024	III		3,6	3,7	0,1
2024	IV	3,00	3,5	3,5	0,0
2025	I		3,3	3,1	-0,2
2025	II		3,1	3,1	0,0
2025	III		3,1	3,1	0,0
2025	IV	3,00	3,2	3,2	0,0
2026	I		3,2	3,2	0,0
2026	II		3,2	3,2	0,0
2026	III		3,2	3,2	0,0
2026	IV	3,00	3,2	3,2	0,0

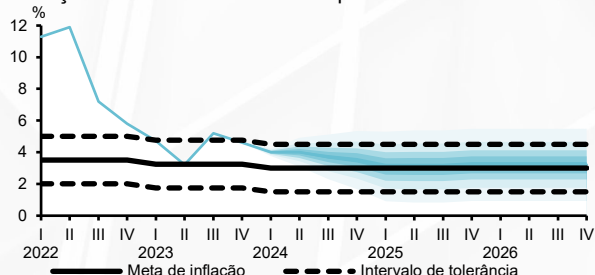
Tabela 2.2.2 – Projeção de inflação e intervalos de probabilidade – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Varição do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade (%)						
		Central	10%	30%	50%	70%	90%	95%
2024	I	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1
2024	II	3,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4
2024	III	3,1	3,4	3,6	3,7	3,8	4,0	4,3
2024	IV	2,8	3,1	3,4	3,5	3,6	3,9	4,3
2025	I	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0
2025	II	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0
2025	III	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0
2025	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2026	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2026	II	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2026	III	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2026	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1

Gráfico 2.2.8 – Projeção e leque de inflação – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Varição do IPCA acumulada em quatro trimestres



Obs.: As linhas da meta de inflação e do intervalo de tolerância se referem apenas ao respectivo ano-calendário, mas, por questões visuais, são apresentadas para todos os trimestres.

do indicador com a inflação é ambígua, pois alguns dos seus componentes têm geralmente relação positiva com inflação e negativa com atividade, como os relacionados a prêmio de risco e taxa de câmbio. Portanto, condições financeiras mais restritivas apontam para menor atividade econômica futura, mas podem implicar tanto maior como menor inflação, dependendo dos fatores que condicionam seu movimento.

A mediana das expectativas de inflação coletadas na pesquisa Focus, quando comparada com a do Relatório anterior, caiu de 3,93% para 3,79% para 2024; subiu de 3,50% para 3,52% para 2025; e continuou em 3,50% para 2026.

Projeções de inflação

As projeções apresentadas representam a visão do Copom e são resultado da combinação dos seguintes elementos: i. análise de conjuntura e projeções de especialistas para preços livres para horizontes mais curtos e para preços administrados até determinado horizonte; ii. utilização de modelos macroeconômicos, de modelos satélites, de modelos específicos para os itens de preços administrados e de estudos; iii. construção de trajetórias e hipóteses sobre os condicionantes; e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.⁴³

Na projeção do cenário de referência, que utiliza trajetória para o preço do petróleo seguindo aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres, depois de terminar 2023 em 4,6%, cai para 3,5% em 2024 e 3,2% em 2025 e 2026, diante de meta para a inflação de 3,00% para esses anos (Tabelas 2.2.1 e 2.2.2 e Gráfico 2.2.8).

Em termos de probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância (Tabela 2.2.3), não houve mudança relevante em relação ao Relatório anterior. Como as projeções são superiores à meta, as probabilidades de ultrapassar o limite superior são maiores do que as de ultrapassar o limite inferior.

Na comparação com o Relatório anterior, no cenário de referência, as projeções de inflação apresentaram estabilidade para 2024, 2025 e 2026. Os principais

43/ Ver o boxe “[Sistema de análise e projeções do BC](#)”, do Relatório de março de 2023.

Tabela 2.2.3 – Probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância da meta

Ano	Limite inferior	Probabilidade de ultrapassar o limite inferior	Limite superior	%
				Probabilidade de ultrapassar o limite superior
2024	1,50	4	4,50	19
2025	1,50	11	4,50	17
2026	1,50	11	4,50	17

Obs.: Probabilidades estimadas arredondadas para o valor inteiro mais próximo.

Tabela 2.2.4 – Projeções de inflação de preços livres e administrados – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	IPCA		IPCA Livres		IPCA Administrados	
	RI de dezembro	RI de março	RI de dezembro	RI de março	RI de dezembro	RI de março
	2024	3,5	3,5	3,2	3,2	4,5
2025	3,2	3,2	3,0	3,0	3,6	3,9
2026	3,2	3,2	3,1	3,1	3,4	3,4

Obs: Os valores apresentados são arredondamentos. Portanto, os valores agregados podem não coincidir com a simples combinação dos valores desagregados arredondados.

fatores que atuaram em um sentido ou em outro são listados abaixo.

Principais fatores de revisão para cima:

- inflação realizada superior às projeções;
- elevação do preço do petróleo;
- trajetória levemente mais baixa da taxa Selic da pesquisa Focus; e
- leve depreciação da taxa de câmbio.

Principais fatores de revisão para baixo:

- revisão para baixo das projeções de curto prazo, principalmente de itens voláteis que subiram mais do que o esperado no último trimestre; e
- Inflação de emplacamento e licença menor do que o previsto.

Quando se consideram os grupos de preços livres e administrados (Tabela 2.2.4), na comparação com o Relatório anterior, em geral, não se observam alterações significativas.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em janeiro (260ª reunião), houve manutenção para 2024 e 2025 (ver Ata da 260ª reunião). Dentre os fatores apontados na comparação com as projeções do Relatório anterior, cabem aqui a inflação realizada superior às projeções, mas com a revisão para baixo das projeções de curto prazo, principalmente de itens voláteis que subiram mais do que o esperado nos últimos meses, e a elevação do preço do petróleo.

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

O ambiente externo segue volátil, marcado pelos debates sobre o início da flexibilização de política monetária nas principais economias e a velocidade com que se observará a queda da inflação de forma sustentada em diversos países. Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas em um ambiente marcado por pressões nos mercados de trabalho. O Comitê avalia que o cenário segue exigindo cautela por parte de países emergentes.

Em relação ao cenário doméstico, o conjunto dos indicadores de atividade econômica segue consistente com o cenário de desaceleração da economia antecipado pelo Copom. A inflação cheia ao consumidor manteve trajetória de desinflação, enquanto as medidas de inflação subjacente se situaram acima da meta para a inflação nas divulgações mais recentes.

Em sua reunião mais recente (261ª reunião), o Comitê ressalta que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) uma maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais apertado. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada; e (ii) os impactos do aperto monetário sincronizado sobre a desinflação global se mostrarem mais fortes do que o esperado. O Comitê avalia que as conjunturas doméstica e internacional estão mais incertas, exigindo cautela na condução da política monetária.

Tendo em conta a importância da execução das metas fiscais já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação e, conseqüentemente, para a condução da política monetária, o Comitê reafirma a importância da firme persecução dessas metas.

Na ocasião, considerando a evolução do processo de desinflação, os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 10,75% a.a., e entende

que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano de 2024 e, em grau maior, o de 2025. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

A conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento, expectativas de inflação com reancoragem apenas parcial e um cenário global desafiador, demanda serenidade e moderação na condução da política monetária. O Comitê reforça a necessidade de perseverar com uma política monetária contracionista até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

O Comitê avalia que o cenário-base não se alterou substancialmente. Em função da elevação da incerteza e da consequente necessidade de maior flexibilidade na condução da política monetária, os membros do Comitê, unanimemente, optaram por comunicar que anteveem, em se confirmando o cenário esperado, redução de mesma magnitude na próxima reunião. O Comitê avalia que essa é a condução apropriada para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário.

O Comitê enfatiza que a magnitude total do ciclo de flexibilização ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica, das expectativas de inflação, em particular daquelas de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.

Decomposição da inflação de 2023

Este box apresenta estimativa de decomposição do desvio da taxa de inflação de 2023, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em relação à meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).¹ O objetivo é medir a contribuição dos principais fatores determinantes da inflação a partir de modelos semiestruturais do Banco Central do Brasil (BC).²

O desvio da inflação em relação à meta é decomposto em seis componentes: (i) inércia do ano anterior (desvio da inflação do ano anterior em relação à meta);³ (ii) expectativas (diferença entre expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e a meta para a inflação); (iii) inflação importada (diferença em relação à meta); (iv) hiato do produto; (v) medidas tributárias, incluindo reversão da desoneração sobre gasolina e etanol; e (vi) demais fatores.⁴ Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

Para a estimativa dos componentes, parte-se de um cenário no qual todos os condicionantes são neutros, isto é, não apresentam impactos que levem a inflação a se desviar da meta.⁵ À medida que esses condicionantes neutros são substituídos pelos valores efetivamente observados, obtém-se a contribuição de cada fator para o desvio da taxa de inflação em relação à meta.

A inflação em 2023 foi de 4,62%, 1,37 ponto percentual (p.p.) acima da meta para a inflação de 3,25%, dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN, de mais ou menos 1,50 p.p. (Gráfico 1 e Tabela 1). A inflação foi 1,16 p.p. inferior à verificada em 2022, de 5,78%. A inflação de preços livres recuou de 9,39% em 2022 para 3,14% em 2023, ao passo que a inflação de preços administrados se elevou de -3,83% para 9,12%. Dentre os preços livres, serviços subiram 6,22%, bens industriais aumentaram 1,09% e alimentação no domicílio caiu 0,52%. Entre os administrados, destacam-se as contribuições de Gasolina, Emplacamento e licença, Plano de saúde e Energia elétrica residencial.

Os principais resultados da decomposição são os seguintes (Gráfico 2):

i. A inércia advinda do ano anterior (como desvio da meta) apresentou contribuição de 0,61 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta em função da elevada inflação em 2022, de 5,78%, afetando tanto a inflação de preços livres como a de preços administrados. No caso dos preços livres, a inflação passada significa pressão corrente de custos, advinda tanto de outros preços de bens e serviços utilizados como insumos, quanto de mecanismos inerciais informais de indexação salarial. No caso dos preços administrados, o destaque é para arranjos institucionais que vinculam o reajuste dos preços à inflação passada, com destaque para planos de saúde e medicamentos;

1/ A decomposição da inflação baseada em modelos de projeção tem sido apresentada anualmente nos Relatórios de Inflação. Ver, por exemplo, o box "[Decomposição da Inflação de 2022](#)", do Relatório de Inflação de março de 2023. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver o box "[Decomposição da Inflação de 2017](#)", do Relatório de Inflação de março de 2018, e Cusinato et. al (2016).

2/ Ver os boxes "[Revisão do modelo agregado de pequeno porte](#)", do Relatório de Inflação de dezembro de 2021, e "[Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados](#)", do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

3/ O componente "inércia do ano anterior" inclui os efeitos de todos os fatores que afetaram a inflação até o mês de dezembro de 2022.

4/ O item "Demais fatores" inclui fatores não considerados nos itens anteriores, como, por exemplo, fatores específicos de condicionamento dos modelos de preços administrados e termo de resíduo do modelo. Neste box, não se apresenta o item bandeiras tarifárias de energia elétrica em virtude de não ter tido contribuição para o desvio da inflação em relação à meta em 2023. Desde abril de 2022, vigorou a bandeira verde, o que não trouxe impactos para a inflação do IPCA ao longo de 2023.

5/ No caso de variáveis que apresentam sazonalidade, os condicionantes neutros também incluem componente sazonal.

ii. As expectativas de inflação (como desvio da meta) tiveram contribuição de 0,69 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta. As expectativas para a inflação doze meses à frente (suavizada) da pesquisa Focus iniciaram 2023 em torno de 5,3%, apresentando alta até início de fevereiro, quando atingiram pico de 5,7 %, e depois caíram, terminando o ano em torno de 3,9% (Gráfico 3);

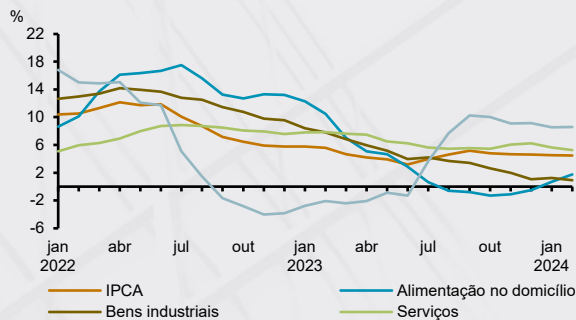
Tabela 1 – Componentes selecionados do IPCA em 2023

Componentes e itens selecionados	Variação (%)	Peso no IPCA (%)	Contribuição para a variação do IPCA (p.p.)
Livres	3,14	75,20	2,36
Alimentação no domicílio	-0,52	16,04	-0,08
Bens industriais	1,10	24,16	0,27
Serviços	6,22	35,00	2,18
Administrados	9,12	24,80	2,26
Gasolina	12,09	4,62	0,56
Emplacamento e licença	21,21	2,50	0,53
Plano de saúde	11,50	3,71	0,43
Energia elétrica residencial	9,51	3,88	0,37
IPCA	4,62	100,00	4,62

Fonte: IBGE e BC

Gráfico 1 – Inflação: IPCA e componentes

Acumulada em doze meses



Fonte: IBGE e BC

Gráfico 2 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2023

Contribuição dos fatores p.p.

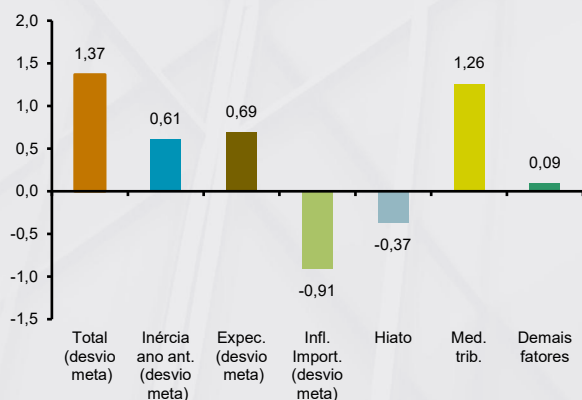


Gráfico 3 – Expectativas de inflação 12 meses à frente (suavizada) – Pesquisa Focus



iii. A inflação importada (como desvio da meta) foi o fator que apresentou a principal contribuição negativa para o desvio da inflação em relação à meta, de -0,91 p.p. Desse montante, a apreciação cambial contribuiu com -0,49 p.p. e a queda dos preços do petróleo e de *commodities* em geral contribuiu com -0,29 p.p. e -0,13 p.p., respectivamente (Gráficos 4 a 6);

iv. O hiato do produto apresentou contribuição negativa para o desvio da inflação em relação à meta (contribuição de -0,37 p.p.). O hiato do produto é uma variável não observável, sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, e é medido pelo BC por meio de diferentes metodologias. Utilizando a metodologia baseada em estimação de modelo bayesiano, o hiato do produto, após abertura significativa no segundo trimestre de 2020 em função da pandemia da Covid-19, apresentou uma trajetória de fechamento nos períodos seguintes. Ao longo de 2023, o hiato do produto, ainda em terreno negativo, contribuiu para reduzir o desvio da inflação em relação à meta;

Gráfico 4 – IC-Br (índice em dólares)

Médias mensais

Dez/2019 = 100

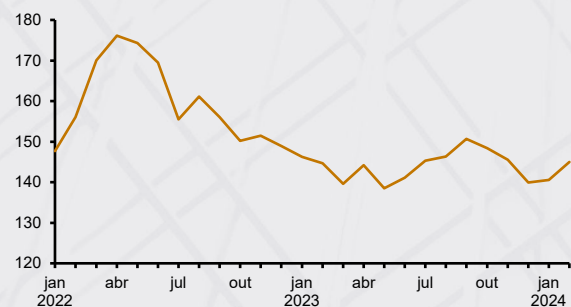
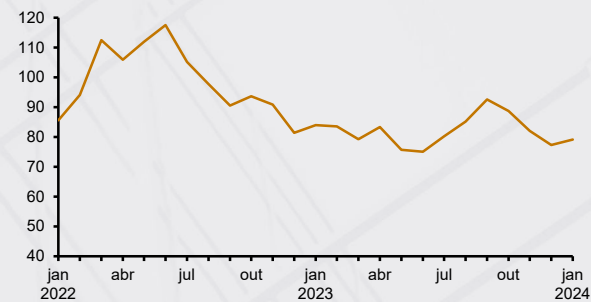


Gráfico 5 – Preço do petróleo Brent

Médias mensais

US\$/Barril

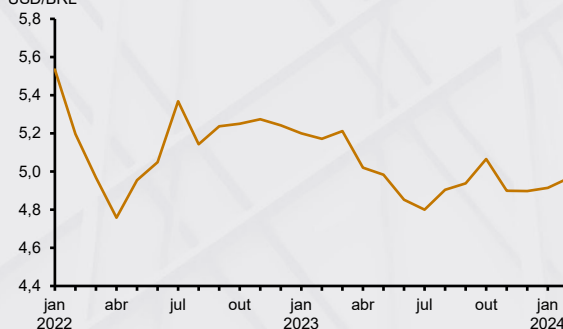


Fontes: Bloomberg e BC

Gráfico 6 – Taxa nominal de câmbio

Médias mensais

USD/BRL



v. As medidas tributárias, envolvendo principalmente a reoneração dos impostos federais e a majoração do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) sobre combustíveis, foram os fatores que apresentaram a principal contribuição para o desvio da inflação em relação à meta, de 1,26 p.p.⁶; e

vi. Por fim, os demais fatores apresentaram uma contribuição de 0,09 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta em 2023. Utilizando o modelo desagregado de pequeno porte para captar a contribuição dos choques de grupos de preços, destaca-se a contribuição negativa dos choques de alimentação no domicílio (-0,72 p.p.) e de bens industriais (-0,40 p.p.), em contraste ao verificado em 2022, quando a contribuição dos choques desses dois grupos foi de 1,01 p.p. e 1,13 p.p., respectivamente. No sentido oposto, destaca-se a contribuição de 0,93 p.p. advinda de choques em administrados.

Em suma, de acordo com a decomposição apresentada neste box, os principais fatores que levaram a inflação em 2023 a ficar acima da meta foram as medidas tributárias, as expectativas de inflação e a inércia da inflação do ano anterior. Em sentido contrário, atuaram a queda nos preços das *commodities*, em especial do petróleo, a valorização cambial e o hiato do produto no campo negativo.

Referência

CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016). “Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014”, Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão nº 440.

6/ Essa estimativa considera apenas o impacto direto das medidas sobre os bens e serviços afetados e incorpora apenas a parcela do impacto das medidas que teria se materializado nos preços ao consumidor no ano de 2023. Portanto, não foram considerados os efeitos inerciais em 2023 da desoneração tributária ocorrida em 2022 e os efeitos inerciais ao longo de 2023 da reoneração desse ano. A estimativa não vem do modelo, mas da análise de especialistas.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Roberto de Oliveira Campos Neto
Presidente

Ailton de Aquino Santos
Diretor de Fiscalização

Carolina de Assis Barros
Diretora de Relacionamento, Cidadania e Supervisão de Conduta

Diogo Abry Guillen
Diretor de Política Econômica

Gabriel Muricca Galípolo
Diretor de Política Monetária

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor de Regulação

Paulo Picchetti
Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

Renato Dias de Brito Gomes
Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

Rodrigo Alves Teixeira
Diretor de Administração

Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Roberto de Oliveira Campos Neto

Diretor

Ailton De Aquino Santos

Diretora

Carolina de Assis Barros

Diretor

Diogo Abry Guillen

Diretor

Gabriel Muricca Galípolo

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Paulo Picchetti

Diretor

Renato Dias de Brito Gomes

Diretor

Rodrigo Alves Teixeira

Departamentos cujos chefes são responsáveis por apresentações técnicas nas reuniões do Copom (Resolução nº 61/2021)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

Marcelo Antonio Thomaz de Aragão

Departamento Econômico – Depec

Ricardo Sabbadini

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

André Minella

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Rogério Antônio Lucca

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

Alan da Silva Andrade Mendes

Siglas

a.a.	Ao ano
a.s.	Dados com ajuste sazonal
Anbima	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
APU	Administração, Defesa, Educação e Saúde Públicas e Seguridade Social
BC	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRL	Real
CBO	<i>Congressional Budget Office</i>
CCT	Convenções Coletivas de Trabalho
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
COPOM	Comitê de Política Monetária
Covid-19	Doença Coronavírus
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Dstat	Departamento de Estatísticas
EC	Emenda Constitucional
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
FGV	Fundação Getulio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
HICP	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibre	Instituto Brasileiro de Economia
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICF	Indicador de Condições Financeiras
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICVA	Índice Cielo de Varejo Ampliado
IDAT	Indicadores de Atividade Econômica do Itaú
IDP	Investimento direto no país
IIE-Br	Indicador de Incerteza da Economia
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna

IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
MBS	Ativos Lastreados em Hipotecas
ME	Ministério da Economia
Mediador	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
MM3M	Média móvel de 3 meses
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NBS	Escritório Nacional de Estatísticas da China
Novo Caged	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
OPEP+	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados
p.p.	Pontos percentuais
Pasep	Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público
PEAC	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
Perse	Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PIS	Programa de Integração Social
PJ	Pessoa jurídica
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PPC	Paridade do Poder de Compra
Pronampe	Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
QPC	Questionário Pré-COPOM
RI	Relatório de Inflação
RNDBF	Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
Secex	Secretaria de Comércio Exterior
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STF	Supremo Tribunal Federal
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
USD	Dólar Americano
VAB	Valor Adicionado Bruto