

ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 25 | Número 3 | Setembro 2023

Relatório de Inflação

Volume 25 | Número 3 | Setembro 2023

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 25, nº 3.

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 _____	18
Atividade econômica _____	18
Mercado de trabalho _____	21
Crédito _____	23
Fiscal _____	26
Contas externas _____	29
Preços _____	31
Perspectivas para a inflação	67
2.1 Revisões e projeções de curto prazo _____	68
2.2 Projeções condicionais _____	70
Condicionantes _____	70
Determinantes da inflação _____	71
Projeções de inflação _____	74
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos _____	77
Boxes	
Desempenho recente e perspectivas para a construção residencial _____	39
Projeções para a evolução do PIB em 2023 e 2024 _____	46
Projeção para a evolução do crédito em 2023 e 2024 _____	49
Projeções para as contas externas de 2023 e 2024 _____	51
Evolução recente dos preços de alimentos no Brasil _____	54
Dispersão das expectativas para a inflação de 2025 _____	62
Apêndice	79

Sumário executivo

O ambiente externo mostrou-se mais incerto, com a elevação das taxas de juros de longo prazo dos Estados Unidos e a perspectiva de menor crescimento na China, ambas exigindo maior atenção por parte de países emergentes. Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas, e o processo de desinflação tem continuado, a despeito de núcleos de inflação ainda elevados e resiliência nos mercados de trabalho de diversos países.

No cenário doméstico, a atividade econômica surpreendeu novamente no segundo trimestre ao crescer 0,9%. Avalia-se que o forte crescimento no primeiro semestre em parte reflete fatores transitórios e que permanece a perspectiva de que a atividade cresça em ritmo menor nos próximos trimestres e ao longo de 2024. A projeção de crescimento do PIB para 2023 passou de 2,0% para 2,9%, refletindo sobretudo a surpresa com o crescimento no segundo trimestre. Para 2024, projeta-se crescimento de 1,8%.

A inflação acumulada em doze meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), aumentou desde o Relatório anterior, como antecipado. O movimento reflete a retirada, do período de cálculo, dos meses de 2022 em que houve impacto de desonerações tributárias e de redução de preços de combustíveis. Nessa métrica, os núcleos de inflação recuaram, indicando que está em curso processo de desinflação, mas permanecem acima da meta para a inflação. Considerando a variação dessazonalizada trimestral, os núcleos recuaram para patamar próximo à meta, mas avalia-se que o movimento pode refletir oscilações ao redor da trajetória de desinflação observada desde meados de 2022.

No trimestre encerrado em agosto, o IPCA apresentou variação 0,19 p.p. abaixo do cenário de referência apresentado no Relatório anterior. A surpresa baixista deveu-se principalmente aos segmentos de alimentação no domicílio e serviços.

As expectativas de variação do IPCA para 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus recuaram ligeiramente e encontram-se em torno de 4,9% e 3,9%, respectivamente. Também houve melhora das expectativas de inflação para prazos mais longos, que reancoraram parcialmente após a decisão do Conselho Monetário Nacional, que estabeleceu a meta para a inflação de 2026 nos mesmos valores dos vigentes para 2024 e 2025.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 257ª reunião do Copom, realizada em 19 e 20.9.2023. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 15.9.2023, 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 4,90, 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, as projeções de inflação permaneceram em 5,0% em 2023, subiram para 3,5% em 2024 e se mantiveram em 3,1% em 2025. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 10,5% em 2023, 4,5% em 2024 e 3,6% em 2025.

Em sua reunião mais recente (257ª 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 12,75% 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 menor, 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 e por expectativas de inflação com reancoragem parcial, 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.

Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, anteveem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões e avaliam que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário. O Comitê ressalta ainda 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 as 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

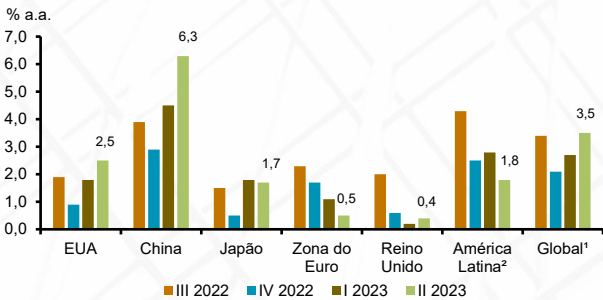
O ambiente externo mostrou-se mais incerto, embora o crescimento esperado para 2023 em diversas economias continue sendo revisado para cima. Recentemente, novos receios sobre o setor de incorporação imobiliária na China e a alta dos juros de longo prazo nas principais economias elevaram os riscos de desaceleração prospectiva da economia global. Em um ambiente em que a inflação segue em patamares historicamente elevados, os bancos centrais das principais economias continuam reafirmando seus compromissos em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas, elevando as taxas de juros ou ressaltando a necessidade de mantê-las em patamares elevados por um longo período.

A atividade global, com exceção à economia chinesa, tem demonstrado resiliência ante o aperto de política monetária e os eventos de estresse no setor bancário internacional ocorridos em meados do primeiro semestre. O crescimento global segue abaixo de seu potencial, mas encontra sustentação em um mercado de trabalho aquecido e no consumo das famílias. O dinamismo da atividade, especialmente no setor de serviços, associado à propagação de choques de oferta de períodos anteriores, mantém pressão sobre a inflação global, que segue elevada.

Há riscos para a atividade global advindos dos impactos da crise no setor imobiliário sobre o ritmo de crescimento da China e das defasagens ainda latentes do aperto monetário já realizado sobre a inflação, uma vez que parte dos efeitos da elevação dos juros ao redor do mundo ainda não se materializou. Por outro lado, novos estímulos fiscais, especialmente nas economias avançadas, fenômenos climáticos, e restrições de oferta em algumas *commodities* trazem desafios para a convergência da inflação para suas metas. Neste sentido, os cortes da Opec+ na produção de petróleo, os conflitos geopolíticos e políticas comerciais protecionistas, além de outros riscos relacionados às elevadas taxas de juros em economias centrais são fatores que mantêm elevado o grau de incerteza sobre a trajetória futura da atividade e inflação global.

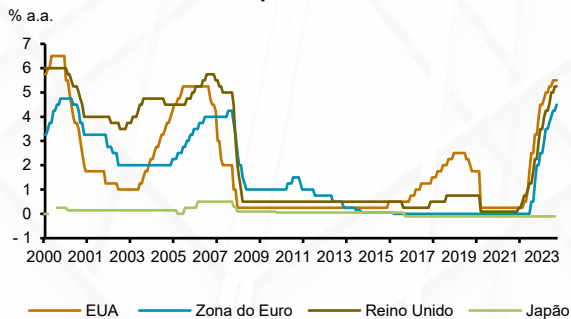
A economia dos Estados Unidos da América (EUA) continua apresentando sinais de solidez. No segundo trimestre de 2023, o Produto Interno Bruto (PIB) americano aumentou 2,1% T/T anualizado, com sustentação do consumo das famílias, que tem

Gráfico 1.1.1 – Crescimento do PIB
do 3º tri de 2022 até 2º tri de 2023



Fonte: 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 22 de setembro.

crescido em linha com a tendência pré-pandemia, apesar de desbalanceamentos remanescentes entre a demanda por bens e serviços. O investimento fixo tem demonstrado algum sinal de retomada, tanto dos gastos em equipamentos quanto no setor de construção. A manutenção de taxas de juros ainda elevadas para padrões históricos recentes é, contudo, um entrave para uma recuperação mais firme. Os níveis de confiança têm melhorado, apesar de seguirem em níveis baixos.

O conjunto de dados de alta frequência até o momento sugere continuidade da expansão da atividade econômica dos EUA, afastando as perspectivas de recessão no médio prazo. O mercado de trabalho segue aquecido, embora com sinais de moderação nos últimos meses (média de 150 mil novos empregos mensais nos últimos três meses). A taxa de desemprego mantém-se em níveis próximos do mínimo histórico, em 3,8%. As vagas de emprego em aberto seguem em níveis historicamente elevados, com desbalanceamento entre oferta e demanda de trabalhadores em todos os setores da economia. Contribuindo para esse quadro, a taxa de participação segue inferior ao período pré-pandemia, apesar de mostrar trajetória de recuperação, principalmente no segmento etário *prime age*. As condições do mercado de trabalho americano favorecem um cenário de pressão sobre os salários, que têm crescido a taxas elevadas para os padrões históricos — 4,3% ao ano em agosto¹, apresentando inclusive aceleração em termos reais, favorecida pela desaceleração da inflação.

A inflação americana continua elevada, atingindo 3,7% no acumulado em 12 meses em agosto², acima do objetivo de 2%, mas em desaceleração gradual desde o segundo semestre de 2022, refletindo a dissipação dos choques sobre energia e alimentos. O núcleo de inflação tem demonstrado maior persistência, registrando avanço de 4,3% em 12 meses em agosto, explicada especialmente pela dinâmica dos preços de serviços. Essa resistência reflete a sustentação da demanda, um mercado de trabalho ainda aquecido, além do seu próprio componente inercial. As perspectivas são de que a inflação recue em ritmo lento, convergindo para a meta apenas no final de 2025, refletindo o efeito acumulado das ações de política monetária, a desaceleração da atividade econômica e a normalização das cadeias globais de suprimentos.

1/ Valor referente ao indicador "Average Hourly Earnings".
2/ Valor referente ao Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

Como resposta ao contexto de inflação persistentemente elevada, o *Federal Reserve* (Fed) tem aumentado a taxa dos *Fed Funds* em 5,25 p.p. desde o início de 2022 até setembro de 2023. Na sua última reunião, em setembro, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) manteve a taxa dos *Fed Funds* no intervalo entre 5,25% e 5,5%, e deixou em aberto a possibilidade de uma alta adicional ainda este ano. 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 de entrar em recessão técnica no primeiro trimestre de 2023, com a revisão para cima, em 0,2 p.p., da estimativa de crescimento anterior, registrando, assim, crescimento de 0,1% ante o trimestre anterior. Mesma variação foi registrada no segundo trimestre. No entanto, a Alemanha, maior economia do bloco, entrou em recessão técnica no primeiro trimestre do ano, e estagnou no segundo, refletindo os aumentos dos custos de produção e financiamento, o menor dinamismo da economia ante a queda do consumo interno e a desaceleração do comércio global de bens. A França, segunda maior economia do bloco, com maior participação do setor de serviços, em particular de turismo, tem se mostrado resiliente, tendo registrado 0,5% de crescimento no segundo trimestre. A inflação da Zona do Euro, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (HICP), desacelerou no início do segundo semestre do ano, com alta de 5,2% em agosto (ante 5,3% em julho). A inflação subjacente, medida por núcleo do HICP que exclui energia e alimentos (além de álcool e tabaco), mantém-se em nível elevado, tendo registrado 5,3% em agosto (ante 5,5% em julho). As expectativas, neste terceiro trimestre do ano, são de que a inflação subjacente permaneça elevada na Alemanha, mas que comece a ceder na França e em outros países. O Banco Central Europeu (BCE), que elevou sucessivamente suas taxas de juros aos maiores níveis da história nas reuniões do final de julho e de meados de setembro, tem reafirmado a intenção de manter o aperto monetário até que o cenário de inflação se mostre compatível com seu objetivo, de retorno à meta de 2% no médio prazo.

Na China, a atividade econômica apresentou aceleração no segundo trimestre. A taxa de crescimento do PIB atingiu 6,3% no segundo trimestre na comparação interanual, após 4,5% no primeiro trimestre. O resultado foi aquém do

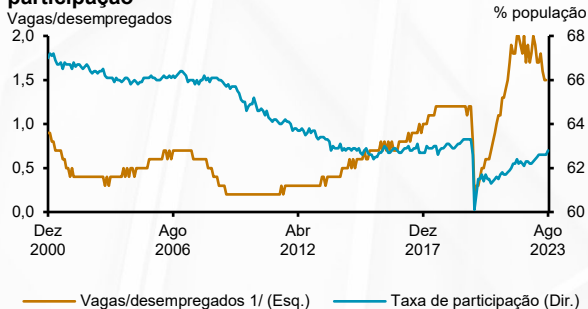
que se esperava, considerando a reduzida base de comparação no segundo trimestre do ano passado. Dentre os componentes da demanda agregada, todos apresentaram aceleração, exceto o setor primário e o setor de incorporação imobiliária. Indicadores mensais referentes a julho sinalizam alguma perda de impulso da atividade econômica no início do terceiro trimestre, com as taxas de variação da produção industrial, da atividade dos serviços, das vendas no varejo e do investimento em ativo fixo abaixo daquelas no segundo trimestre. A taxa de desemprego geral está em linha com o padrão sazonal, porém persistem desafios na inserção da população jovem no mercado de trabalho.

As dificuldades financeiras no setor de incorporação imobiliária têm afetado a confiança das famílias, que vêm contendo os gastos de consumo em geral e, principalmente, a aquisição de imóveis novos. As autoridades chinesas anunciaram uma variedade de medidas de política econômica para dar suporte à economia, destacando-se redução de taxas de juros, incentivos ao investimento privado, ao consumo, principalmente de aparelhos eletrônicos, ao investimento estrangeiro direto, incentivo fiscal a pequenas e médias empresas, ampliação das isenções no imposto de renda pessoa física, bem como o relaxamento das restrições para a contratação de empréstimos imobiliários.

As economias emergentes vêm, com poucas exceções, sustentando taxas positivas de crescimento, em que pese o aperto das condições financeiras ocorridos nos últimos trimestres. Os riscos para estas economias continuam elevados com incertezas quanto ao final do aperto monetário das economias avançadas e ao crescimento da China. As taxas de câmbio das economias emergentes desvalorizam-se de forma geral ao longo do terceiro trimestre devido principalmente a uma redução no apetite ao risco devido, entre outros fatores, à elevação das taxas de juros longa dos principais países, em especial nos EUA e a percepção de piora na situação do mercado imobiliário da China.

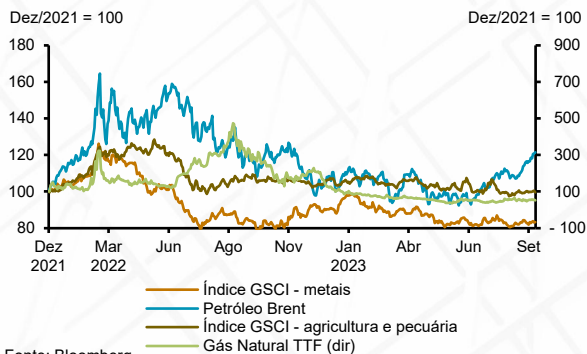
Os preços das *commodities* continuam sendo influenciados pela perspectiva do crescimento global, e da economia chinesa em particular, assim como pelos desenvolvimentos relacionados à guerra na Ucrânia, por eventos climáticos e pelas medidas de redução da oferta de petróleo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (OPEP+). As *commodities* energéticas apresentaram elevação no

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



Fontes: Bloomberg
1/ Até julho/2023

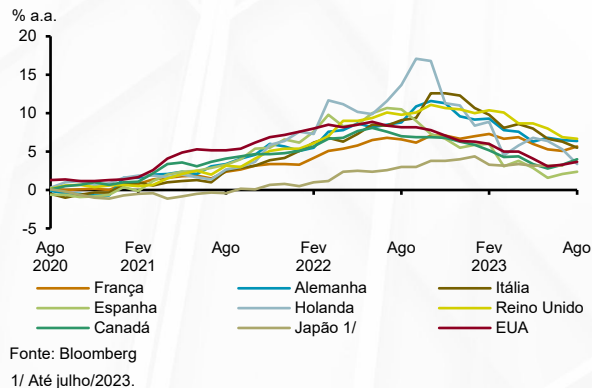
Gráfico 1.1.4 – Preços de commodities¹



período, com impacto relevante para a inflação global ao consumidor. No caso do petróleo, as preocupações pelo lado da oferta foram ampliadas com a extensão dos cortes voluntários de produção da Arábia Saudita e cortes de exportações da Rússia. Essas medidas acabam ampliando as expectativas de deficit desse mercado no segundo semestre, contribuindo para pressão sobre os preços não somente de petróleo, como também de seus derivados, a exemplo do diesel e gasolina, e de insumos para bicombustíveis, como é o caso do açúcar.

O gás natural, insumo crítico para a geração de energia em grande parte do mundo, manteve sua dinâmica de recuo, refletindo níveis de estoques acima do esperado em função do inverno mais ameno no hemisfério norte, da menor demanda por importação de Gás Natural Liquefeito (GNL) na China, e das medidas de economia de energia pelo consumidor europeu e ampliação da oferta de gás liquefeito na Europa. Não obstante a dinâmica em geral favorável, permanecem riscos em função de alterações climáticas, de paralisações inesperadas na produção e distribuição do gás natural, como as ocorridas em função de movimentos grevistas na Austrália, e da possibilidade de aumento do consumo na Europa e na Ásia em ambiente de preços baixos em comparação com o ano anterior.

Gráfico 1.1.5 – IPC – Países avançados¹



Sobre as *commodities* metálicas, os preços de minério de ferro apresentaram alta no terceiro trimestre, sustentados por demanda chinesa ainda resiliente por aço, resultando em recuos nos estoques da *commodity*, além de expectativas de que medidas de estímulo do governo chinês possam impulsionar a atividade.

As *commodities* agrícolas seguem influenciadas por questões que afetam sua oferta global, como os impactos climáticos sobre a produção de arroz e açúcar na Ásia e subsequentes medidas protecionistas, além da continuidade da guerra na Ucrânia, em meio à saída da Rússia do corredor de exportações do Mar Negro e ataques a portos críticos para o escoamento desses produtos. Apesar desses fatores, a expectativa de maior oferta de grãos dos principais produtores acabou impedindo altas generalizadas. Eventos climáticos e especificamente a chegada do El Niño têm ampliado as preocupações com a oferta global de grãos, como trigo, milho, arroz, soja, café, açúcar, entre outras, sobretudo em regiões da Ásia e Austrália, mas também com riscos para áreas da África e América.

Gráfico 1.1.6 – Núcleo do IPC – Países avançados¹

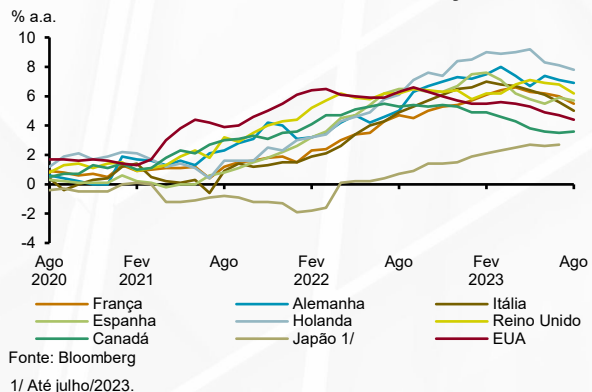
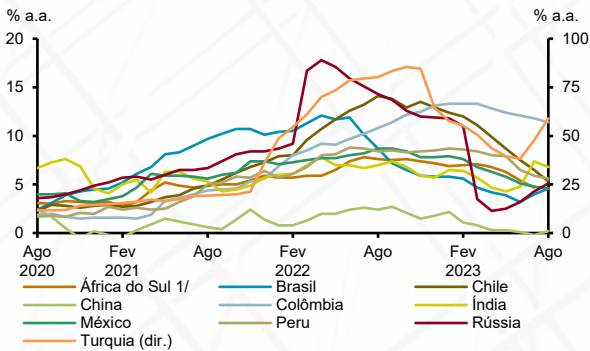


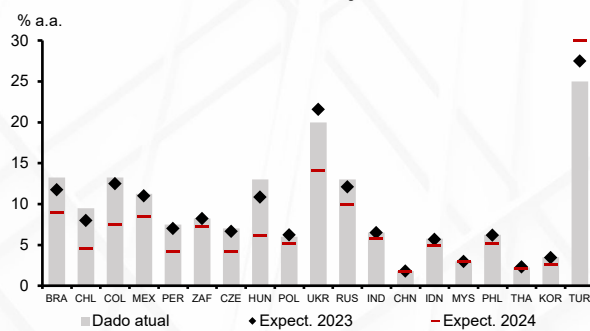
Gráfico 1.1.7 – IPC – países emergentes



Fonte: Bloomberg
1/ Até julho/2023.

A materialização de riscos relevantes como os relativos à guerra na Ucrânia, a chegada do *El Niño*, e as novas reduções de oferta da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) adicionam pressão aos preços das *commodities*, que, somados à disseminação das pressões inflacionárias para itens mais inerciais, devem contribuir para que a inflação global siga elevada no curto e médio prazo. A persistência das pressões inflacionárias segue como um elemento de risco para o cenário prospectivo da política monetária dos países avançados e emergentes.

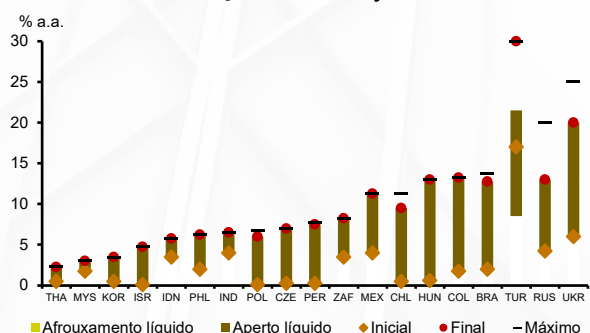
Gráfico 1.1.8 – Taxas básicas de juros¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 19 de Setembro.

Também nos países emergentes o movimento geral das taxas de inflação foi de queda durante os últimos meses, com algumas importantes economias deste grupo experimentando recuo pronunciado nos últimos meses. Apesar disso, os níveis de inflação seguem com diferenças expressivas entre os países, com taxas geralmente acima da meta na América Latina. As pesquisas com analistas de mercado continuam, em geral, apontando redução nos índices de inflação para este ano e nos próximos, com convergência em ritmos diferentes para a meta ao longo de 2024. A maioria dos bancos centrais destas economias manteve inalteradas as suas políticas monetárias no último trimestre, com poucas exceções, dentre elas os bancos centrais do Brasil e do Chile, que reduziram as taxas básicas. As expectativas são de que muitos dos bancos centrais dos maiores países da região atinjam taxas de juros menores até o final deste ano e prossigam reduzindo as taxas ao longo de 2024.

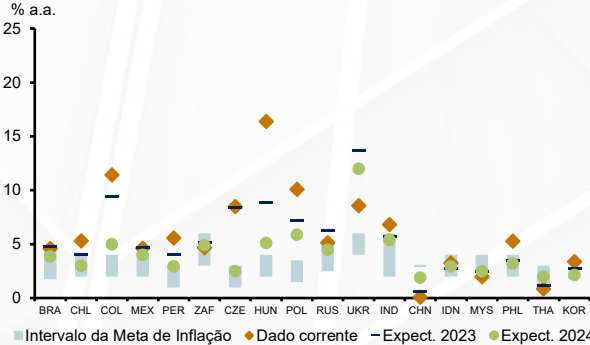
Gráfico 1.1.9 – Variação de taxa de juros desde fev/21¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 20 de setembro.

Em síntese, as perspectivas de crescimento da economia global seguem cercadas de elevado grau de incerteza. Recentemente, renovados receios sobre o setor de incorporação imobiliária na China e a alta dos juros de longo prazo nas principais economias, em especial nos EUA, trouxeram novos riscos de baixa para a atividade global. O realinhamento de preços relativos, a normalização da atividade no setor de serviços, mercados de trabalho apertados, e a alta recente no preço de algumas *commodities* sugerem que as taxas de inflação, em especial os núcleos, devem permanecer persistentemente altas por um período maior que o observado no histórico recente. A persistência da inflação tem levado os bancos centrais das principais economias a reafirmarem seus compromissos em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas, elevando as taxas de juros ou ressaltando a necessidade de mantê-las em patamares elevados por um longo período.

Gráfico 1.1.10 – Expectativas de inflação¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 19 de setembro.

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

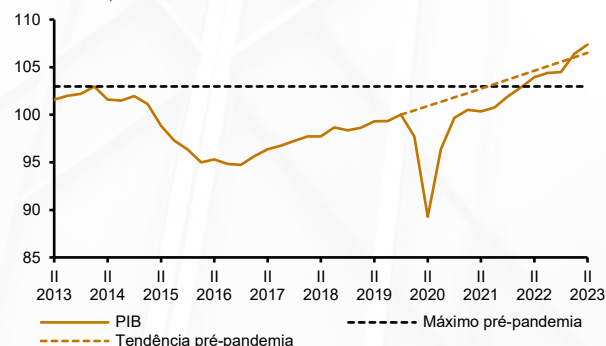
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %					
	2022				2023	
	I	II	III	IV	I	II
PIB a preços de mercado	0,9	1,0	0,4	0,1	1,8	0,9
Agropecuária	-0,5	0,2	-1,2	-1,3	21,0	-0,9
Indústria	1,0	1,2	0,8	-0,2	0,1	0,9
Extrativa	-2,9	1,3	0,5	2,7	3,0	1,8
Transformação	1,2	1,3	-0,1	-1,3	-0,7	0,3
Construção	2,2	1,3	0,9	-0,7	-0,7	0,7
SIUP	6,4	1,9	1,2	1,4	1,6	0,4
Serviços	1,0	1,2	0,9	0,2	0,6	0,6
Comércio	0,9	1,8	0,2	-0,7	0,3	0,1
Transportes	1,7	2,5	1,0	0,2	1,2	0,9
Serviços de informação	-3,0	3,6	3,5	1,0	-1,4	0,7
Intermediação financeira	-0,9	-1,0	2,6	1,6	1,3	1,3
Outros serviços	3,2	3,1	1,1	1,0	-1,0	1,3
Aluguel	0,1	0,8	1,4	0,5	0,4	0,5
APU	0,3	-1,1	1,1	-0,4	0,5	0,4
Consumo das famílias	1,4	1,6	0,8	0,4	0,7	0,9
Consumo do governo	-0,3	-1,0	1,5	0,3	0,4	0,7
FBCF	-1,3	3,7	2,1	-1,2	-3,4	0,1
Exportação	8,6	-4,2	5,5	3,5	0,3	2,9
Importação	-2,2	5,5	5,2	-3,7	-3,9	4,5

Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.1 – Produto Interno Bruto

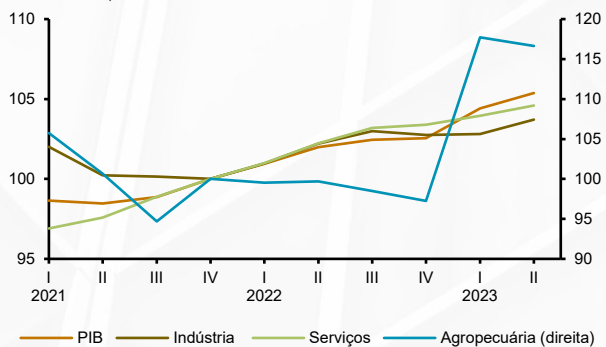
IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.2 – Produto Interno Bruto – Oferta

IV 2021 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

O PIB cresceu 0,9% no segundo trimestre em relação ao trimestre anterior, quando havia avançado 1,8%. A alta no segundo trimestre superou substancialmente as previsões realizadas à época da divulgação do Relatório de junho e mesmo as feitas na véspera da divulgação do PIB do trimestre, quando já se conhecia conjunto bem mais amplo de informações.³

Sob a ótica da oferta, o crescimento do PIB foi influenciado pela indústria e pelo setor de serviços. Como esperado, ainda que em menor intensidade, a agropecuária recuou (-0,9%) após a forte alta do trimestre anterior, refletindo o fim da colheita da safra recorde de soja, concentrada no primeiro trimestre.

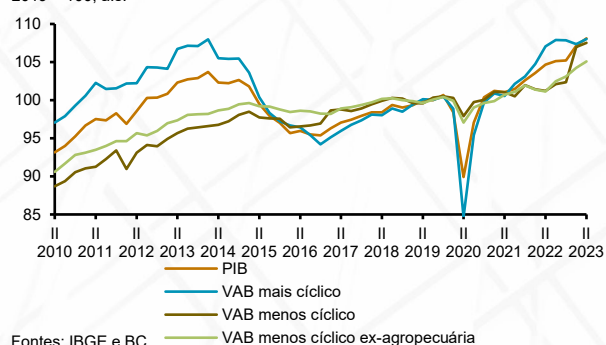
A atividade industrial cresceu 0,9%, com altas em todos os segmentos. A indústria extrativa avançou novamente, com elevação na produção de minério de ferro e de petróleo. Foi a quinta alta consecutiva, resultando em crescimento acumulado de quase 10% no período. A “produção e distribuição de eletricidade, gás e água” apresentou a sétima alta seguida, enquanto a indústria de transformação cresceu moderadamente após três trimestres de quedas. Dados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) indicam que na indústria de transformação houve ligeiro aumento da produção de bens intermediários, estabilidade na produção de bens de consumo e recuo acentuado na produção de bens de capital. Apesar da pequena recuperação, a indústria de transformação tem apresentado desempenho modesto nos últimos trimestres, mantendo-se razoavelmente estável, abaixo do nível pré-pandemia, desde o final de 2021. Por fim, a construção devolveu parcialmente as quedas dos dois trimestres anteriores.

O setor de serviços avançou 0,6%, repetindo a alta do trimestre anterior. Todos os segmentos cresceram, com destaque para as altas em atividades financeiras; “outros serviços”, setor que engloba serviços prestados às famílias, tais como alimentação fora de casa, hospedagem e atividades de lazer; transporte; e serviços de informação. Todavia, as elevações em “outros serviços” e serviços de informação ocorrem após quedas no primeiro trimestre. Adicionalmente,

3/ A variação interanual do PIB no 2º trimestre foi de 3,4%. Na data de corte do Relatório de junho, a mediana das previsões de mercado para essa variação, apurada pelo Relatório Focus, era de 2,4%. Na véspera da divulgação do PIB, passou para 2,7%. O Banco Central também foi surpreendido de maneira similar.

Gráfico 1.2.3 – Produto Interno Bruto – componentes mais cíclicos e menos cíclicos

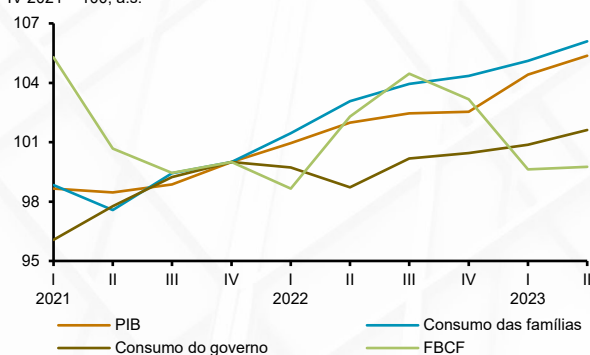
2019 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.4 – Produto Interno Bruto – Demanda

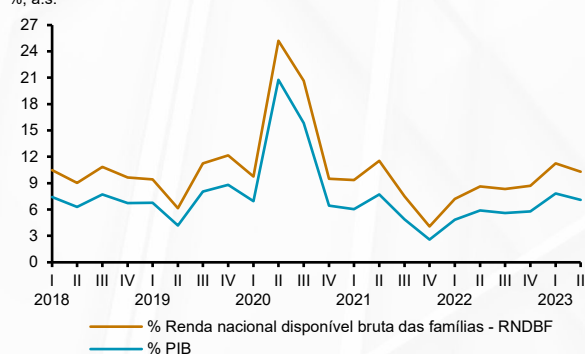
IV 2021 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.5 – Taxa de poupança das famílias

%, a.s.



Fontes: BC e IBGE

pelo segundo trimestre seguido, a atividade de comércio apresentou crescimento reduzido, apesar da elevada expansão do consumo das famílias.

Os resultados dos dois primeiros trimestres de 2023 interromperam a trajetória de desaceleração do PIB observada ao longo do segundo semestre de 2022. Essa retomada foi associada primordialmente à evolução das atividades menos cíclicas, isto é, menos sensíveis ao ciclo econômico doméstico.⁴ O Valor Adicionado Bruto (VAB) das atividades menos cíclicas avançou 5,0% ante o quarto trimestre de 2022. Removendo-se desse grupo a agropecuária, setor que apresentou crescimento atípico, sua alta foi de 1,9%. Nos dois casos, as referidas variações são bastante superiores à das atividades mais cíclicas, que no semestre foi de apenas 0,2%.

Sob a ótica da demanda final, o consumo das famílias avançou 0,9% no segundo trimestre, após ter crescido 0,7% no trimestre anterior, o que caracteriza uma expansão robusta. Com a divulgação do dado do segundo trimestre, a variação trimestral do primeiro sofreu modificação relevante (era de 0,2% na divulgação anterior), evidenciando alguma instabilidade no ajuste sazonal para este componente da demanda, o que recomenda cautela na interpretação dos movimentos na margem. A alta no consumo das famílias no segundo trimestre ocorreu apesar do recuo na renda disponível (-0,9% no conceito restrito da renda nacional disponível bruta das famílias) e sugere redução da taxa de poupança das famílias no trimestre, após alta no trimestre anterior.⁵ A combinação do já mencionado crescimento em “atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados”, “atividades imobiliárias” e “outros serviços” com o desempenho modesto do comércio e da indústria indica que o crescimento do consumo das famílias teve influência relevante da elevação do consumo de serviços. A alta em serviços prestados às famílias no trimestre, segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), e a estabilidade no comércio varejista no conceito restrito, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), apontam no mesmo sentido. Em relação ao consumo de bens, uma exceção de destaque foi a alta nas vendas de veículos no trimestre, favorecidas pelo programa de incentivo à compra de veículos instituído pelo governo federal.

4/ A seguinte separação foi adotada. Menos cíclicos: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social. Mais cíclicos: demais atividades.

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

Gráfico 1.2.6 – Indicadores de investimentos

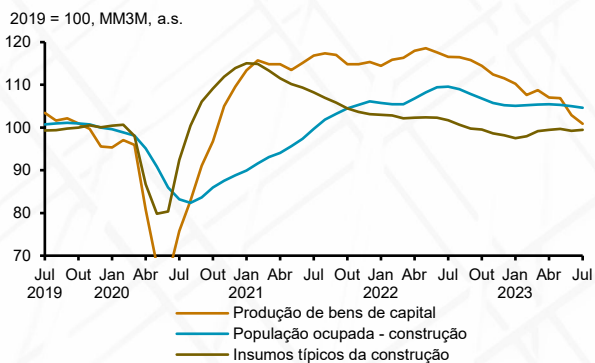


Gráfico 1.2.7 – IBC-Br



Gráfico 1.2.8 – Indicadores de atividade econômica

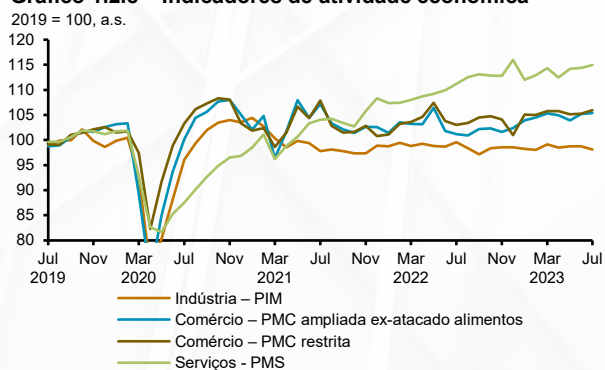
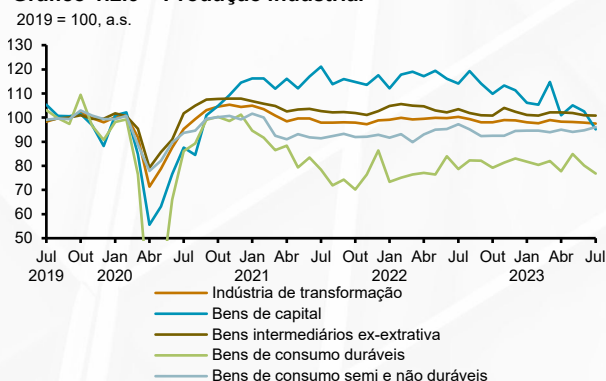


Gráfico 1.2.9 – Produção industrial



A formação bruta de capital fixo (FBCF) apresentou ligeira alta, de 0,1%, após dois recuos trimestrais consecutivos de magnitude considerável. O resultado positivo do VAB da construção sugere que o setor contribuiu positivamente para a FBCF. Em sentido oposto atuou a produção de bens de capital, que, segundo dados da PIM, apresentou o quarto recuo trimestral consecutivo. O consumo do governo avançou 0,7%, após alta de 0,4% no primeiro trimestre. Por fim, apresentaram crescimento expressivo tanto as exportações (2,9%), que se expandiram pelo quarto trimestre seguido, quanto as importações (4,5%), que se recuperaram parcialmente de quedas nos dois trimestres anteriores. A alta nas exportações foi influenciada por crescimentos em produtos básicos, enquanto nas importações resultou de avanços disseminados.

Dados mensais de julho e indicadores coincidentes de agosto mostram resultados mistos para a atividade econômica no terceiro trimestre.

A produção industrial recuou em julho, repercutindo quedas das indústrias de transformação e extrativa. No mesmo mês, o volume de serviços avançou, com destaque para a alta em serviços prestados às famílias, a quarta consecutiva, após os recuos ocorridos nos três primeiros meses do ano. No comércio de bens de julho, as vendas apresentaram alta no conceito restrito e ficaram estáveis no conceito ampliado⁶. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), que incorpora esses resultados e outras informações relevantes, cresceu 0,4% em julho, deixando carregamento estatístico nulo para o terceiro trimestre.

A elevação na produção de veículos e as altas na expedição de papel ondulado e no tráfego de caminhões em rodovias pedagiadas indicam crescimento da produção da indústria de transformação em agosto, após o recuo de julho. Contudo, sondagens setoriais mostram estoques elevados e confiança empresarial em patamar deprimido, fatores que não sugerem uma trajetória sustentada de crescimento do setor no curto prazo. Indicadores de vendas no varejo construídos usando-se dados de transações com cartões⁷ sugerem, predominantemente, estabilidade ou recuo no comércio varejista de bens e nos serviços prestados às famílias em agosto.

6/ Refere-se ao conceito ampliado excluindo-se o segmento de atacado de alimentos, bebidas e fumo.

7/ Os indicadores avaliados incluem o IDAT (Banco Itaú), o IGet (Santander/Getnet), o ICVA (Cielo) e o Stone-Varejo (Stone).

Tabela 1.2.2 – Indicadores coincidentes da atividade econômica

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %					
	2023					
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	3º Tri ¹
Circulação de veículos pesados	-2,4	2,0	0,3	0,3	1,2	1,7
Expedição de papel ondulado	2,8	-0,5	-1,5	0,0	1,3	-0,5
Produção de veículos leves	-2,1	11,4	-8,8	-0,1	2,5	-1,5
Produção de caminhões	-27,9	-10,1	-15,2	10,0	10,7	-0,5
Licenciamento de veículos	-3,7	-2,9	6,1	11,6	-6,1	11,4
NUCI (%)	80,7	80,1	80,4	81,0	80,8	0,6
Nível de estoques ²	105,0	106,6	110,2	114,5	113,6	6,8

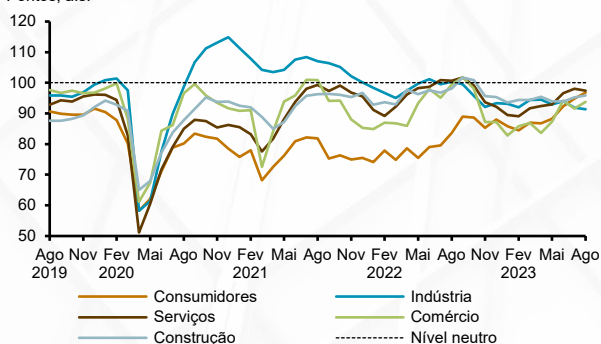
Fontes: ABCR, ABPO/Empapel, Anfavea, Fenabrave e FGV

¹ Média de julho e agosto de 2023 ante o 2º tri de 2023.

² Complemento de 200 do índice original, para que seu aumento reflita aumento de estoques.

Gráfico 1.2.10 – Índices de confiança

Pontos, a.s.



Fonte: FGV

Gráfico 1.2.11 – Taxa de desocupação¹

%, MM3M, a.s.

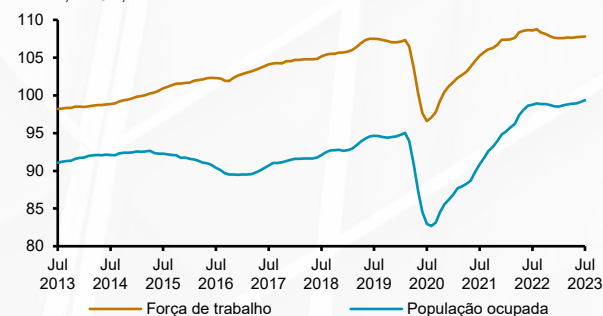


¹ Versão atualizada da taxa de desocupação retropolada estimada de acordo com Alves, S. A. L. e Fasolo, A. M., Not Just Another Mixed Frequency Paper, Banco Central do Brasil (2015), Working Paper n. 400.

Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.12 – Força de trabalho e população ocupada

Milhões, MM3M, a.s.



Fonte: IBGE

Os índices de confiança dos consumidores e dos empresários cresceram no trimestre encerrado em agosto (exceto na indústria), mas ainda permanecem abaixo do nível neutro. Em particular, no caso da indústria e do comércio, os índices estão também abaixo do patamar pré-pandemia. Por sua vez, a confiança dos consumidores, com o avanço observado nos últimos quatro meses tanto no componente de situação atual como no de expectativas, atingiu em agosto o maior nível desde 2014. A resiliência do mercado de trabalho e a queda da inflação podem estar relacionados à melhora da percepção dos consumidores sobre a situação atual e às expectativas mais otimistas em relação aos próximos meses.

Como detalhado em box deste Relatório, a projeção de crescimento do PIB em 2023 passou para 2,9% (ante 2,0% no Relatório anterior), repercutindo a surpresa positiva no segundo trimestre e ligeira melhora nos prognósticos para a evolução da indústria, dos serviços e do consumo doméstico. A agropecuária deve contribuir negativamente para as variações trimestrais no restante do ano, em especial no terceiro trimestre, visto que a maior parte da colheita dos produtos com os maiores crescimentos anuais ocorreu no primeiro semestre. Para 2024, projeta-se inicialmente alta de 1,8%, com maior contribuição dos setores mais cíclicos da economia, em ambiente de gradual flexibilização da política monetária.

Mercado de trabalho

O desempenho melhor que o esperado da atividade econômica no segundo trimestre foi acompanhado de um mercado de trabalho que continua em expansão e apresentando salários reais relativamente estáveis.

A taxa de desocupação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), que se situava em 11,5% em fevereiro de 2020 e aumentou até o valor máximo de 15% em setembro de 2020, continuou recuando no trimestre encerrado em julho deste ano, atingindo 7,8%, o menor nível desde 2015. Diferentemente do observado nos três trimestres anteriores, quando a principal contribuição para a queda da taxa de desocupação havia sido a retração da força de trabalho, o recuo da taxa de desocupação no trimestre encerrado em julho decorreu do crescimento da população ocupada. Neste período,

Gráfico 1.2.13 – Geração de emprego formal

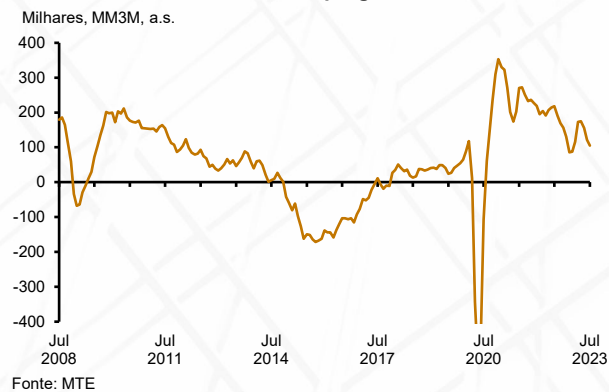


Gráfico 1.2.14 – Admissões e desligamentos

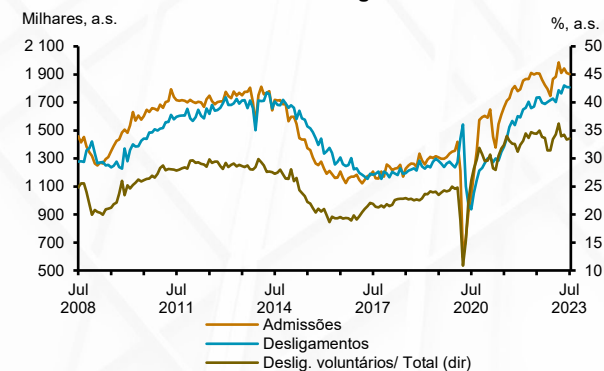
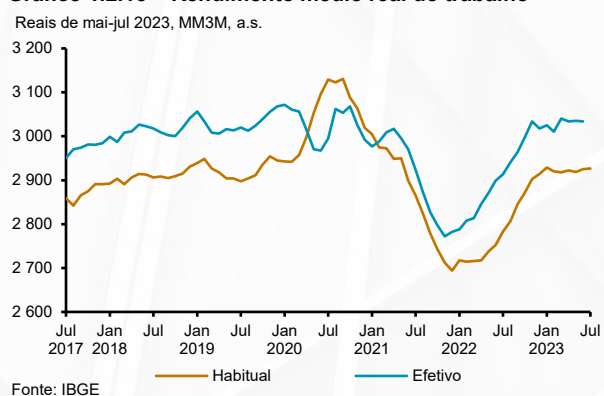


Gráfico 1.2.15 – Rendimento médio real do trabalho



a taxa de participação, dada pela razão entre a força de trabalho e a população em idade de trabalhar, ficou estável, ainda em patamar consideravelmente abaixo do observado no pré-pandemia.

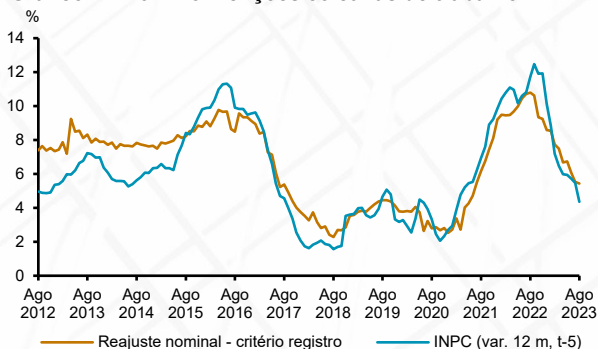
A geração de empregos com carteira, segundo o Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), permaneceu positiva e robusta no trimestre findo em julho, apesar de menor do que a observada nos primeiros meses de 2023. Em perspectiva mais longa, continua o movimento de desaceleração que ocorre, com algumas oscilações, desde 2021. Dentre as atividades, os serviços tiveram desempenho melhor – em linha com o observado pela PNAD Contínua – contrastando com os saldos do emprego da indústria de transformação, que nos últimos meses foram praticamente nulos. Admissões e desligamentos continuam em níveis elevados, mas as admissões recuaram após forte crescimento no trimestre anterior, de modo disseminado entre os setores. Outro indicativo de algum arrefecimento no mercado de trabalho segundo dados do Novo Caged nos meses mais recentes foi a redução da participação dos desligamentos voluntários em relação ao total, embora essa variável ainda permaneça em nível elevado.

Os rendimentos médios reais, tanto os efetivos como os habituais, medidos pela PNAD Contínua, apresentaram pequenas alterações no trimestre encerrado em julho em comparação com o anterior. A estabilização recente dos rendimentos médios reais em níveis próximos aos do período pré-pandemia interrompe trajetória de alta iniciada no começo de 2022, quando se encontravam deprimidos em consequência do aumento da inflação no período.

A fim de complementar a avaliação do nível salarial, recorre-se a dados coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)⁸, que abrangem o mercado formal privado. Utilizando-se o critério de registro⁹, observam-se reajustes salariais nominais decrescentes, em linha com o movimento de desinflação. Apesar do recuo em termos nominais, os reajustes situaram-se acima da inflação acumulada em 12 meses nos últimos sete meses, contrastando

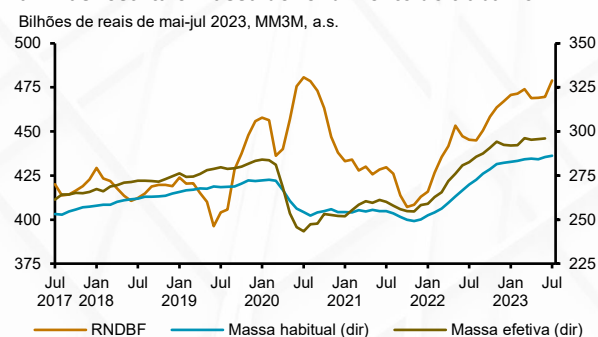
- 8/ Referem-se à média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho de São Paulo e do Rio de Janeiro pelo critério de data de registro no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). As convenções consideradas são aquelas para as quais foi possível capturar adequadamente o percentual de reajuste acordado.
- 9/ Usualmente, há defasagem entre a negociação e o registro no sistema. Exercícios sugerem que, pela data de registro, os reajustes acordados 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. Se considerada a data de início de vigência, a maior correlação é com o INPC do mês anterior. Contudo, o critério de data de início de vigência tem a desvantagem da baixa representatividade nos meses mais recentes.

Gráfico 1.2.16 – Convenções coletivas de trabalho



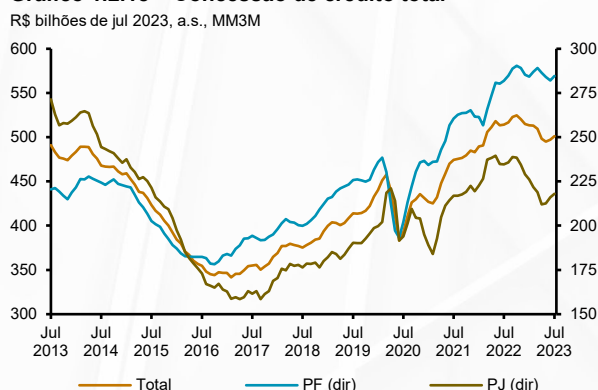
Fontes: IBGE, MTE e BC

Gráfico 1.2.17 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimento do trabalho



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.18 – Concessão de crédito total



com a sequência de reajustes médios abaixo da inflação observada ao longo de 2021 e 2022. De janeiro a agosto, cerca de 55% dos reajustes superaram a inflação, em comparação com 33% no mesmo período de 2022.

A RNDBF¹⁰ restrita, indicador que incorpora outras fontes de renda além do trabalho, aumentou 2,1% no trimestre encerrado em julho em relação ao trimestre encerrado em abril, considerados dados dessazonalizados. Além do crescimento da massa de rendimentos do trabalho, repercutindo, principalmente, o crescimento da população ocupada, houve alta significativa da renda de seguridade social, influenciada por alterações no cronograma de pagamento do abono salarial e do 13º salário para pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS)¹¹, além do maior volume de benefícios de assistência social, em especial do Bolsa Família. Contribuem para a redução do ritmo de crescimento da RNDBF até o final do ano a antecipação do 13º de pensionistas do INSS, citada anteriormente, e a dissipação dos efeitos do aumento dos benefícios assistenciais.

Crédito

Após registrar arrefecimento desde novembro passado, o mercado de crédito apresentou recuperação parcial no trimestre encerrado em julho, em um contexto de inflexão na política monetária.

Com a queda das taxas de juros de médio e longo prazos, que ocorreu antes do início do ciclo de flexibilização da política monetária, houve redução das taxas de juros em diversas modalidades do crédito com recursos livres. A taxa média dessas modalidades recuou 0,7 p.p. entre abril e julho, com queda mais acentuada no segmento de pessoas físicas. Entre as modalidades, destacou-se a queda em financiamento de veículos, no contexto da vigência do programa de incentivo do governo federal e dos elevados esforços de vendas no setor. No segmento de pessoas jurídicas, após aumentarem em janeiro, pressionadas pela sazonalidade e pelo aumento da aversão ao risco associado a pedidos de recuperação

10/ Para detalhes sobre a estimativa do BC para a RNDBF, ver o boxe [Estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias](#), publicado no Relatório de dezembro de 2021.

11/ Em 2023 o pagamento antecipado do 13º salário para pensionistas do INSS ocorreu nos meses de maio, junho e julho; enquanto em 2022 os pagamentos ocorreram em abril, maio e junho. Também houve alteração no cronograma de pagamentos do abono salarial: em 2022 os pagamentos se concentraram nos meses de fevereiro e março; em 2023, realizaram-se entre fevereiro e julho.

Gráfico 1.2.19 – Taxas de juros do crédito livre

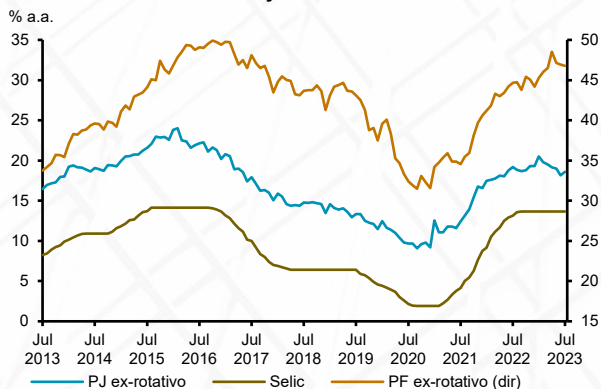


Gráfico 1.2.20 – Concessão de crédito livre

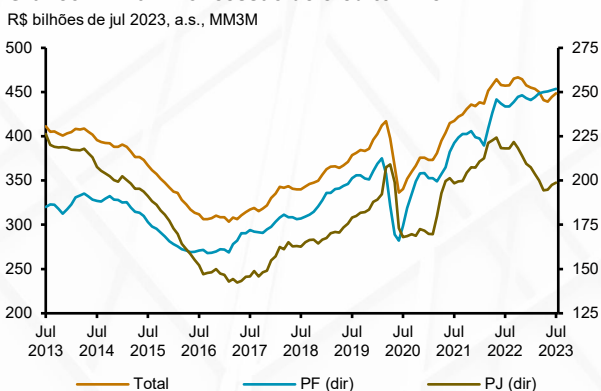
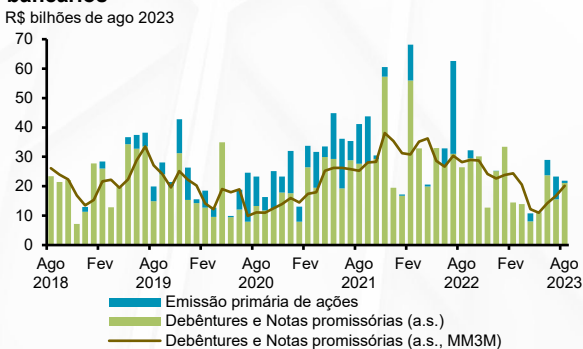
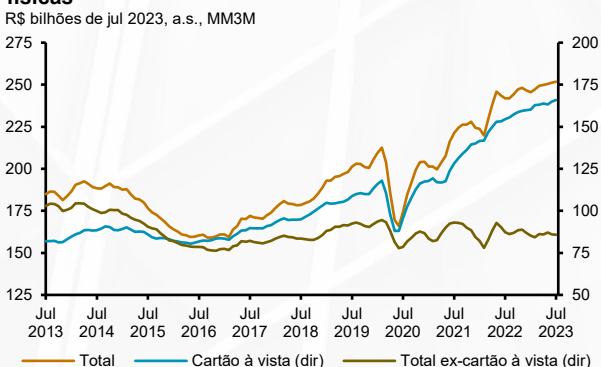


Gráfico 1.2.21 – Financiamentos corporativos não bancários



Fontes: BC e Anbima

Gráfico 1.2.22 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas



judicial de grandes empresas, as taxas recuaram gradualmente.

A contratação de crédito pelas empresas voltou a crescer, após retração relevante em razão do ciclo restritivo de juros e dos eventos que aumentaram a aversão ao risco no início de 2023, mas continua 10,3% abaixo do patamar observado no terceiro trimestre de 2022. As concessões de crédito com recursos livres, que haviam recuado desde outubro passado, cresceram 2,3% no trimestre encerrado em julho – considerando dados deflacionados pelo IPCA e com ajuste sazonal – com destaque para as modalidades *comprar*, antecipação de faturas de cartão e cartão de crédito à vista. As concessões de crédito na linha de desconto de duplicatas e recebíveis – modalidade que registrou aumento nos atrasos nos pagamentos das operações do tipo “risco sacado” no primeiro semestre – seguiram em queda.

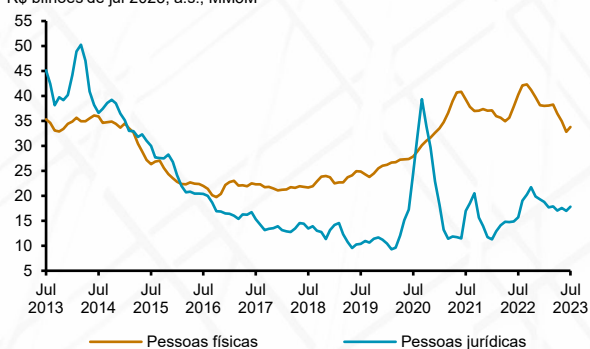
Houve também melhora no mercado de capitais doméstico, em parte refletindo a diminuição das incertezas no campo fiscal e a perspectiva de flexibilização monetária. O volume de financiamento obtido pelas empresas com emissão de títulos de renda fixa recuperou-se parcialmente da queda registrada nos primeiros meses do ano: no período de junho a agosto, o volume de recursos obtido pela emissão de debêntures e notas promissórias/comerciais cresceu 83% ante o trimestre encerrado em maio (dados corrigidos pelo IPCA e com ajuste sazonal), mas ainda se encontrava 29% abaixo da captação mensal apurada em 2022. Também se observou aumento da emissão primária de ações, cujo volume alcançou R\$13,8 bilhões nesse período, ante R\$2,8 bilhões nos meses de março a maio.

Ainda que as taxas mais moderadas, as concessões de crédito livre do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para as pessoas físicas continuaram crescendo, impulsionadas pelos gastos com cartão de crédito sem juros. Excluindo-se esses gastos, constata-se relativa estabilidade, com aumento nas concessões de cheque especial e cartão de crédito parcelado e queda nas de consignado. O volume de novos financiamentos de veículos também cresceu moderadamente em junho e julho, possivelmente alavancado pelo programa do governo federal de incentivo às vendas.

No crédito direcionado observam-se dinâmicas distintas. As concessões para pessoas jurídicas cresceram em julho, impulsionadas pelo alto volume

Gráfico 1.2.23 – Concessão de crédito com recursos direcionados

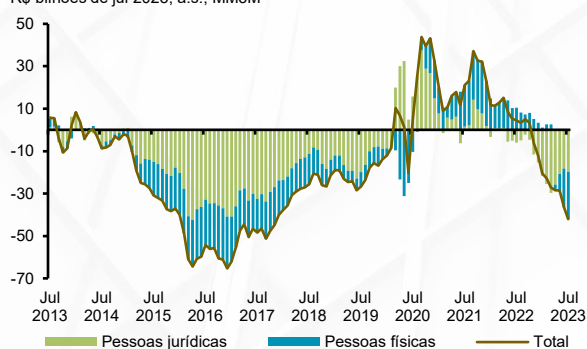
R\$ bilhões de jul 2023, a.s., MM3M



de crédito rural contratado nesse mês (início do Plano Safra 2023/2024), o que interrompeu a trajetória descendente registrada a partir de novembro de 2022. As operações do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) e do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC) continuaram com volume significativo, com média mensal de aproximadamente R\$6 bilhões. No crédito voltado para as famílias, entretanto, houve diminuição das concessões no trimestre encerrado em julho, na comparação com o trimestre anterior. As concessões de financiamento imobiliário diminuíram 17,3% nesse período, refletindo, entre outros fatores, o impacto do custo elevado do crédito sobre a demanda.

Gráfico 1.2.24 – Fluxo financeiro

R\$ bilhões de jul 2023, a.s., MM3M

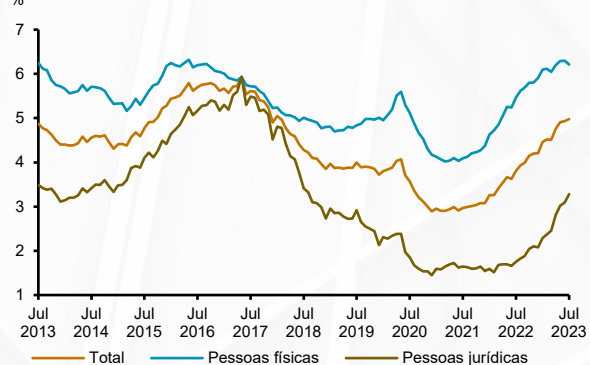


Fluxo financeiro: Concessões - Pagamentos

O fluxo financeiro das famílias e empresas para o SFN continuou crescendo, o que tende a representar um impulso negativo para a atividade econômica. Nos últimos meses, o movimento se deu pelo lado do crédito para pessoas físicas, refletindo a desaceleração no crescimento das concessões do crédito livre; a queda nas novas operações de crédito direcionado, em especial do financiamento imobiliário; e o aumento nos pagamentos nos dois segmentos.

Gráfico 1.2.25 – Inadimplência do crédito livre

%



O ritmo de deterioração da carteira de crédito das instituições financeiras diminuiu, sendo observada estabilidade na inadimplência do segmento de pessoas físicas¹² e desaceleração na de pessoas jurídicas. Entre os fatores determinantes para a interrupção do aumento da inadimplência das famílias estão a adoção de critérios mais rígidos na concessão¹³, que melhoraram a qualidade das safras mais novas, e o aumento no volume de operações reclassificadas para prejuízo, conforme determina as normas em vigor. O aumento da inadimplência no crédito livre para pessoas jurídicas no trimestre encerrado em julho foi influenciado pelo atraso nos pagamentos das modalidades desconto de duplicatas e recebíveis (empresas que entraram em recuperação judicial no início do ano) e capital de giro (principalmente médias e grandes empresas).

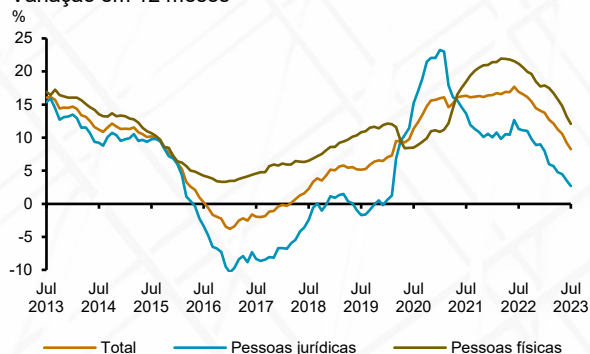
O ritmo de crescimento do saldo das operações de crédito do SFN diminuiu de forma mais acentuada nos últimos três meses, refletindo tanto a desaceleração

12/ O aumento na inadimplência do crédito livre a pessoas físicas refletiu a deterioração nas modalidades de alto risco entre o terceiro trimestre de 2021 e o segundo trimestre de 2023, passando de 9,0% para 14,7%, patamar em que se estabilizou. A inadimplência das modalidades de baixo risco, incluindo a modalidade cartão à vista, não registra variações significativas desde 2015, oscilando em torno de 2,1%.

13/ O Comitê de Estabilidade Financeira (Comef) ressaltou no início de setembro, na ata da 54ª Reunião, que a melhora na qualidade das novas concessões e a redução das estimativas de probabilidade de *default* nas carteiras indicam recuo da materialização de risco nos próximos meses para o crédito às famílias.

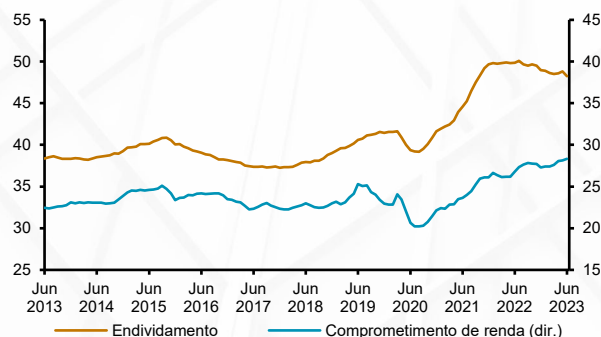
Gráfico 1.2.26 – Saldo do Crédito do SFN

Variação em 12 meses

**Gráfico 1.2.27 – Endividamento e Comprometimento de Renda**

% da RNDBF Restrita ac. em 12 meses

% da RNDBF Restrita, s.a., mm3m

**Tabela 1.2.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário**

Acumulado no ano até julho

Segmento	R\$ bilhões		
	2021	2022	2023
Governo Central	72	-74	75
d/q Governo Federal	-123	-261	-133
d/q INSS	195	187	208
Governos regionais	-54	-72	-21
Empresas estatais	-2	-4	2
Total	15	-150	56

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

das concessões como o aumento de operações lançadas como prejuízo. A taxa de crescimento interanual do saldo total atingiu 8,2% em julho, recuando 3,0 p.p. no trimestre, após queda de 2,5 p.p. no trimestre anterior. A desaceleração do saldo de crédito foi superior nas operações com pessoas físicas (-3,7p.p.), com influências semelhantes dos segmentos livre e direcionado; nas operações com pessoas jurídicas, a variação da taxa de crescimento foi menor (-2,1 p.p.) e refletiu arrefecimento apenas no crédito livre. Nesse contexto, e considerando as perspectivas econômicas para o restante do ano, a projeção de crescimento nominal do saldo de crédito em 2023, detalhada em boxe nesse Relatório, passou de 7,7% para 7,3%.

A diminuição no ritmo de crescimento do saldo das operações de crédito a pessoas físicas contribuiu para a manutenção da trajetória de redução do endividamento das famílias. Por outro lado, o comprometimento de renda das famílias cresceu 0,7 p.p. no segundo trimestre de 2023, para 28,3% – o maior valor da série, refletindo a variação da renda disponível das famílias nesse trimestre.

Fiscal

O setor público consolidado apresentou resultados negativos em cinco dos primeiros sete meses de 2023, acumulando déficit de R\$56 bilhões no ano, ante superávit de R\$150 bilhões no mesmo período de 2022. O Governo Central foi o principal responsável pela piora no resultado, registrando déficit de R\$75 bilhões no acumulado do ano, sendo R\$122 bilhões apenas no trimestre encerrado em julho. Os governos subnacionais, mesmo com o resultado negativo no trimestre (R\$12 bilhões), mantiveram superávit no ano.

A dinâmica do resultado primário do Governo Central resultou tanto de queda das receitas (-5,3%, em termos reais) como de expressiva elevação das despesas (8,7%). Entre os principais fatores que explicam a queda da arrecadação federal estão a redução dos preços das *commodities* no mercado internacional e a apreciação do real – que repercutem principalmente sobre as receitas de exploração de recursos naturais – e a redução das alíquotas de Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). Do lado das despesas, os gastos com programas sociais, em especial com o Bolsa Família, e as

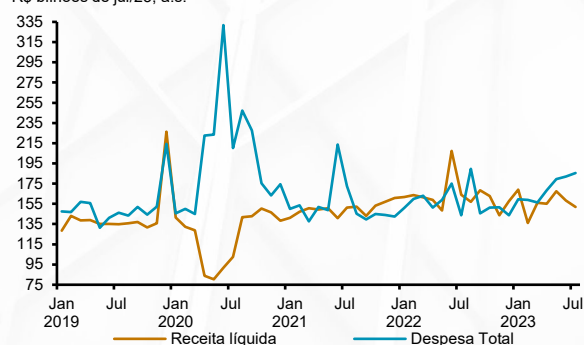
Tabela 1.2.4 – Resultado primário do Governo Central
Acumulado no ano até julho

	R\$ Bilhões - Valores correntes		
	2022	2023	Var. real (%)
1. RECEITA TOTAL	1.367	1.351	-5,3
1.1 - Receita Administrada pela RFB	828	851	-1,6
1.2 - Incentivos Fiscais	0	0	9,8
1.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	290	323	6,4
1.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	249	178	-31,4
2. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	264	261	-5,5
3. RECEITA LÍQUIDA (1-2)	1.103	1.090	-5,3
4. DESPESA TOTAL	1.029	1.169	8,7
4.1 Benefícios Previdenciários	477	531	6,6
4.2 Pessoal e Encargos Sociais	187	198	1,4
4.3 Outras Despesas Obrigatórias	165	180	4,0
4.4 Despesas do Poder Executivo Sujeitas à Programação Financeira	200	260	24,7
d/q Bolsa Família e Auxílio Brasil	51	96	79,6
5. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL - ACIMA DA LINHA (3 - 4)	73	-78	-

Fonte: STN

Gráfico 1.2.28 – Receita e Despesa do Governo Central

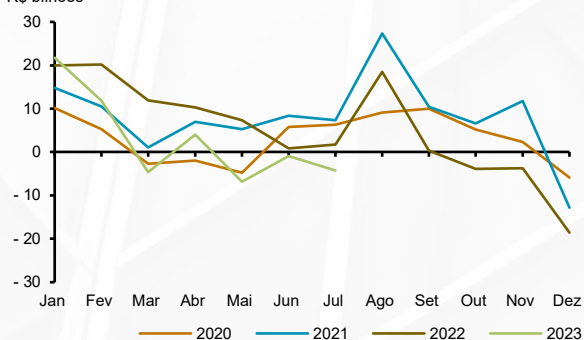
R\$ bilhões de jul/23, a.s.



Fontes: STN, BC (ajuste sazonal)

Gráfico 1.2.29 – Resultado primário dos governos regionais

R\$ bilhões



14/ IPI, PIS, Cofins, ICMS e Imposto sobre Serviços (ISS).

despesas previdenciárias, impactadas pelo aumento do salário-mínimo, destacaram-se entre os itens com crescimento no ano. Os gastos com pessoal e encargos sociais ainda não apresentam crescimento significativo, pois o reajuste de 9% concedido aos servidores federais, com vigência a partir de 1º de maio, começou a ser pago apenas no início de junho.

Já a redução do superávit dos governos regionais no acumulado do ano até julho, comparado ao mesmo período do ano anterior, refletiu a queda da arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações, atenuada pelo crescimento das receitas do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA). Vale destacar que a partir de junho iniciou-se a cobrança de alíquota fixa (*ad rem*) do ICMS sobre combustíveis, instituída pela Lei Complementar (LC) 192/2022, que deverá ter impacto positivo sobre a arrecadação no segundo semestre.

Desde o Relatório anterior, os fatos mais importantes para as perspectivas fiscais de médio e longo prazo foram a sanção da LC 200/2023, que institui o novo arcabouço fiscal, e a aprovação, pela Câmara dos Deputados, da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) 45/2019, que trata da reforma tributária sobre o consumo. O texto da reforma tributária aprovado na Câmara visa substituir cinco tributos¹⁴ atuais por dois tributos sobre valor adicionado: um de competência federal, a Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS), e outro de competência estadual e municipal, o Imposto sobre Bens e Serviços (IBS). Haverá, ainda, um Imposto Seletivo sobre produtos prejudiciais à saúde ou ao meio ambiente. As alíquotas de referência serão definidas futuramente, visando a manutenção da carga tributária. Segundo a proposta, a implementação dos tributos começará em 2026, com uma alíquota teste de 0,9% para a CBS e de 0,1% para o IBS. Estas alíquotas serão elevadas de forma gradual, concomitantemente à redução das alíquotas dos tributos hoje vigentes. Em 2027, Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) serão completamente extintos e substituídos pela nova alíquota de referência da CBS. Já a migração dos impostos estaduais e municipais para o novo IBS será mais gradual e só terminará em 2033. O texto ainda aguarda avaliação do Senado Federal e, em caso de mudanças, deve retornar à Câmara.

Tabela 1.2.5 – QPC: Projeções fiscais para o Copom 257 (set 23)

	Primário do Gov. Central (R\$ Bilhões)	Primário dos Gov. Regionais (R\$ Bilhões)	DLSP (% PIB)	DBGG (% PIB)
2023	-106	10	61	76
2024	-84	10	63	79

Gráfico 1.2.30 – QPC: Avaliação da situação fiscal

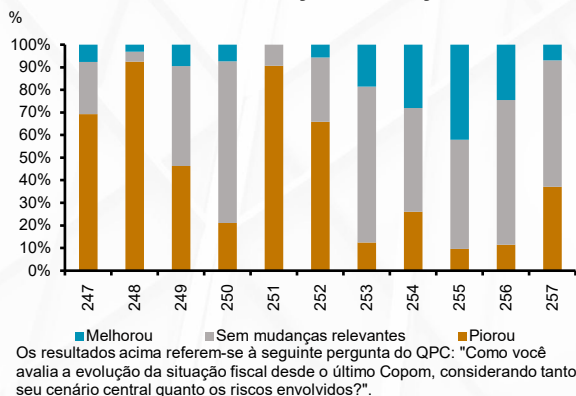
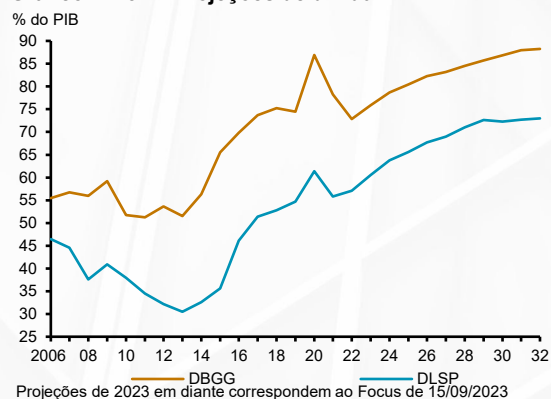


Gráfico 1.2.31 – Projeções de dívida



No tocante ao novo arcabouço fiscal, a LC 200 foi sancionada pelo Presidente da República após nova apreciação pela Câmara, que rejeitou todas as alterações realizadas no Senado, exceto as exclusões do Fundo Constitucional do Distrito Federal (FCDF) e do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica (Fundeb) das despesas sujeitas aos limites estabelecidos na lei. A entrada em vigor do novo regime fiscal possibilitou o envio do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2024 ao Congresso com os parâmetros alinhados ao novo arcabouço, incluindo resultado primário nulo como porcentagem do PIB. Além disso, a respeito dos esforços pela recomposição de receitas primárias, houve novidades tanto no poder judiciário, com o julgamento de temas relacionados ao PIS/Cofins no Supremo Tribunal Federal e ao CSLL/IRPJ no Superior Tribunal de Justiça, como no legislativo, com a aprovação do marco legal de preços de transferência para multinacionais e o retorno do voto de qualidade no Carf¹⁵.

Entretanto, persiste alguma incerteza entre os agentes econômicos quanto à superação dos desafios fiscais e, em particular, ao atingimento de resultado primário nulo em 2024, que depende de aumento de receitas. As projeções dos analistas econômicos para o resultado primário ainda divergem das metas definidas de forma indicativa no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2024.¹⁶ A mediana das respostas do Questionário Pré-Copom (QPC) para o resultado primário do Governo Central de 2024 situa-se em déficit de R\$84 bilhões (0,7% do PIB), ante meta proposta de 0%. Até o momento, de acordo com a mediana do QPC, o valor das medidas econômicas para recomposição de receitas já incorporado nas projeções fiscais dos analistas consultados é de R\$40 bilhões em 2023 e de R\$80 bilhões, em 2024, valores próximos a 0,4% e 0,7% do PIB respectivamente. Quando avaliam a situação fiscal considerando também os riscos envolvidos, a mediana do QPC sinaliza que os analistas de mercado interromperam a crescente perspectiva de melhora que vigorava desde a 253ª reunião do Copom, em março. Por fim, as projeções de dívida pública no longo prazo continuam exibindo trajetórias crescentes, tanto no Relatório Focus quanto no QPC, indicando que o quadro fiscal ainda inspira cautela.

15/ Conselho Administrativo de Recursos Fiscais.

16/ Adicionalmente, no 92º Ciclo de Reuniões do Diretor de Política Econômica do Banco Central com economistas participantes do Sistema de Expectativas de Mercado, realizado entre os dias 17 e 18 de agosto de 2023, diversos analistas voltaram a se mostrar preocupados com a política fiscal, citando, entre outros, a frustração com a arrecadação corrente do governo federal e a exequibilidade da proposta de meta de resultado primário nulo para 2024.

Contas externas

Tabela 1.2.6 – Contas externas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2020	2021	2022	2023
Acumulado no ano até julho				
Transações correntes	-15	-18	-21	-18
Balança comercial	20	26	30	45
Exportações	121	164	196	198
Importações	101	137	166	153
Serviços	-15	-14	-23	-21
dos quais: viagens	-2	-1	-4	-5
dos quais: transportes	-4	-6	-11	-8
Renda primária	-22	-33	-30	-43
dos quais: juros	-15	-15	-12	-16
dos quais: lucros e dividendos	-7	-18	-18	-26
Investimentos – passivos	-5	67	60	53
IDP	26	35	49	34
Inv. Carteira	-27	23	-8	8
Outros inv. Passivos ¹	-5	10	19	12

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

Gráfico 1.2.32 – Transações correntes

US\$ bilhões, MM3M a.s.

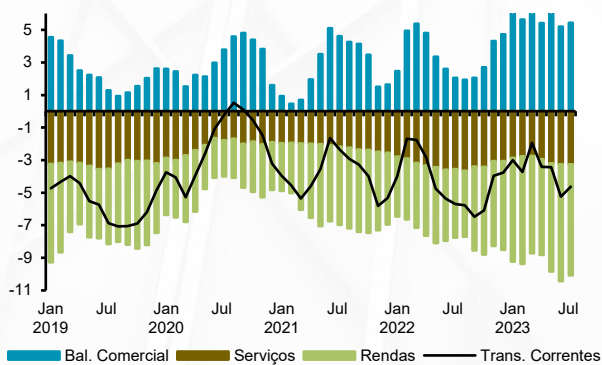
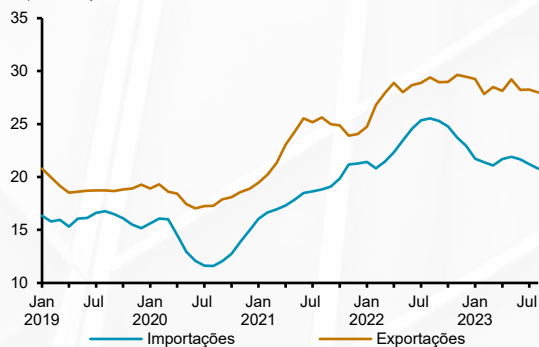


Gráfico 1.2.33 – Bal. Comercial

US\$ bilhões, MM3M a.s.



Fonte: Secex/ME, BC (ajuste sazonal)

O déficit em transações correntes no balanço de pagamentos somou US\$18 bilhões, no acumulado do ano até julho, recuando ligeiramente em relação ao registrado no mesmo período de 2022 (US\$21 bilhões). O elevado saldo comercial se contrapôs ao maior déficit em renda primária, que refletiu o aumento tanto nas despesas líquidas de juros como nos lucros e dividendos. Nos passivos da conta financeira, as entradas líquidas de investimentos diretos no país (IDP) apresentaram desaceleração significativa, enquanto os fluxos em investimento em carteira estão positivos.

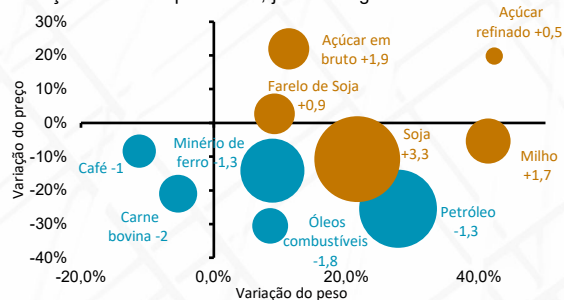
O expressivo saldo da balança comercial nos sete primeiros meses de 2023 (US\$45 bilhões) foi o maior para o período desde o início da série em 1995. O valor das exportações se manteve elevado, com o crescimento do *quantum* – para patamar recorde da série histórica, considerando a média mensal do índice em 2023 – sustentado por produtos básicos, principalmente em decorrência da safra recorde de grãos que permitiu forte elevação nos envios de soja e milho. Os preços, no entanto, recuaram de forma disseminada, acompanhando o movimento global de queda de preços de *commodities* em relação aos valores de meados de 2022.

No lado das importações, no primeiro trimestre do ano registrou-se queda relevante no volume, indicando ajuste nos estoques de insumos. A partir do segundo trimestre, houve recuperação e, posteriormente, certa estabilidade em um patamar inferior ao observado no final do ano passado, refletindo o desempenho fraco da indústria de transformação, importante consumidora de bens intermediários. Assim como nas exportações, os preços das importações têm apresentado recuo desde o segundo semestre de 2022, refletindo a normalização das cadeias globais de suprimentos e a queda dos preços de *commodities* nos mercados internacionais.

Na conta de serviços, o déficit de US\$21 bilhões entre janeiro e julho é levemente inferior ao do mesmo período de 2022 (US\$23 bilhões). Nos últimos meses, os gastos com serviços de transporte têm se mantido relativamente estáveis, com a queda de preços de fretes internacionais – agora em ritmo mais lento visto que as cadeias de suprimento já se normalizaram – contrapondo-se ao aumento no *quantum* importado. Gastos com viagens tiveram

Gráfico 1.2.34 – Exp. com maiores variações de valor

Variação interanual percentual, janeiro a agosto



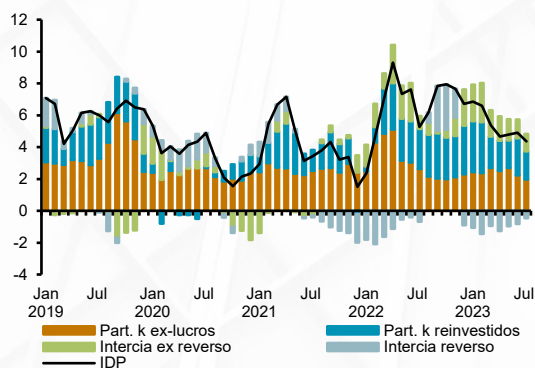
Fonte: Secex/ME ● Queda do valor ○ Crescimento do valor
O valor nos rótulos é a diferença, em US\$ bilhões, do valor exportado em relação a 2022. O tamanho das circunferências é a importância no valor das exportações nos últimos 12 meses

alta moderada nos últimos meses, porém ainda se mantém abaixo do patamar pré-pandemia.

Na conta de renda primária houve expressivo crescimento do déficit, que passou de US\$30 bilhões em 2022 para US\$43 bilhões em 2023, considerando dados de janeiro a julho. O aumento das despesas com juros, que apresentam o maior valor da série histórica quando se acumulam os sete primeiros meses do ano, reflete as condições financeiras mais restritivas das principais economias, em meio aos esforços dos bancos centrais para promover a convergência das taxas de inflação para suas metas. As despesas com lucros e dividendos, que já se encontravam em patamar elevado, também cresceram, possivelmente refletindo o bom desempenho de setores como agropecuária e indústria extrativa no início do ano.

Gráfico 1.2.35 – Investimento direto no país

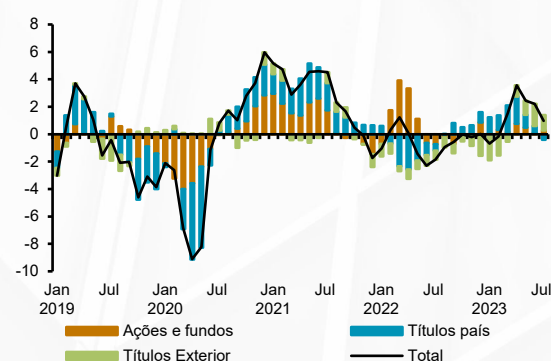
US\$ bilhões, MM3M a.s.



Na conta financeira, o fluxo de investimentos diretos no país tem recuado em 2023 após o robusto resultado no ano anterior. O principal componente responsável pelo recuo são as operações intercompanhia, devido às amortizações líquidas de empresas brasileiras em suas operações com subsidiárias no exterior (investimento reverso), principalmente, e à redução nas captações líquidas das demais modalidades (empréstimos entre empresas irmãs ou entre matriz no exterior e filial no país), a partir do segundo trimestre. O reinvestimento de lucros também tem diminuído, principalmente devido ao aumento das remessas de lucros de empresas não residentes.

Gráfico 1.2.36 – Investimentos em carteira – passivo

US\$ bilhões, MM3M a.s.



Por sua vez, o fluxo líquido estrangeiro de investimentos em carteira foi positivo no acumulado do ano até julho, com entrada de recursos nas duas principais categorias de títulos. O movimento positivo em títulos no país, mercado em que predominam títulos emitidos pelo governo, indica melhora na percepção do risco fiscal por investidores não residentes em magnitude suficiente para compensar a redução do diferencial de juros domésticos em relação aos vigentes nas principais economias globais. As emissões líquidas de títulos no exterior também passaram a exibir resultado positivo a partir do segundo trimestre, especialmente após captação bem-sucedida do Tesouro Nacional em abril, cuja boa demanda serviu de indicativo positivo para que empresas brasileiras voltassem a captar externamente.

Considerando os dados divulgados desde o Relatório anterior e a evolução das perspectivas para atividade econômica e preços, as previsões para as contas

externas no ano de 2023 foram revistas e estão detalhadas em boxe neste Relatório. As projeções do déficit em transações correntes em US\$36 bilhões (ante US\$45 bilhões no Relatório de junho) e do IDP em US\$65 bilhões (ante US\$75 bilhões) caracterizam cenário confortável para as contas externas, mesmo com fluxo menos intenso de investimentos diretos no país. Adicionalmente, estão publicadas as primeiras projeções para 2024, que incluem déficit em transações correntes em US\$37 bilhões e IDP em US\$75 bilhões.

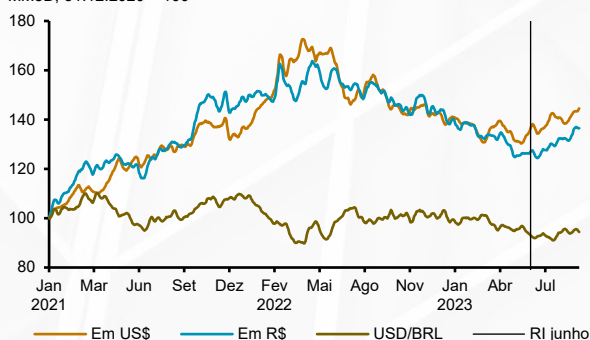
Preços

O IPCA acumulado em doze meses acelerou desde o Relatório anterior, como esperado, refletindo efeito menor das desonerações tributárias e dos reajustes negativos de combustíveis do segundo semestre de 2022. Menos afetada por esses eventos, a variação em doze meses da média dos núcleos de inflação continuou recuando. Na métrica trimestral, a inflação ao consumidor apresentou redução, movimento em parte devido à sazonalidade do período. Na série dessazonalizada, a média dos núcleos também diminuiu, encerrando o trimestre até agosto em patamar mais próximo à meta de inflação. A desinflação foi observada nos três grandes segmentos de preços livres, sendo mais pronunciada em alimentos. Os preços ao produtor, tanto agrícolas quanto industriais, continuam favorecendo esse arrefecimento, ainda que a alta recente de combustíveis e a depreciação cambial atuem em direção contrária. No Relatório Focus, houve nova redução das expectativas de inflação para 2023, com projeções menores para preços livres e maiores para preços administrados. As expectativas de inflação para horizontes mais distantes também recuaram, após a manutenção da meta de inflação em 3,0%, pelo CMN.

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) apresentou alta de 6,2% no trimestre, quando medido em dólares, dando continuidade ao movimento observado no trimestre anterior (3,3%).¹⁷ A elevação nos preços das *commodities* foi acompanhada de depreciação do real (1,3%), de forma que o índice apresentou alta de 7,6% quando medido na moeda local. Em perspectiva mais longa, observa-se reversão da tendência de queda observada do segundo semestre de 2022 ao início

Gráfico 1.2.37 – IC-Br e câmbio

MM5D, 31.12.2020 = 100



Fontes: Bloomberg e BC

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

de 2023. O movimento reflete o comportamento dos preços das *commodities* agropecuárias e, principalmente, energéticas.

No nível dos segmentos, e considerando cotações em dólares, houve alta de 20,5% nas *commodities* energéticas, em função, principalmente, das altas nos preços do gás natural (19,0%) e do petróleo *Brent* (23,5%). O comportamento do preço do Brent refletiu sobretudo os anúncios de corte de oferta por Arábia Saudita e Rússia.

As *commodities* agropecuárias registraram alta de 4,7% na comparação trimestral, com contribuição relevante de preços mais elevados do suco de laranja (25,7%), do óleo de soja (11,3%) e do boi gordo (10%). O preço do suco de laranja tem reagido às preocupações com a oferta do produto. No caso do boi gordo, a trajetória de elevação nos EUA difere marcadamente do observado no mercado brasileiro, que apresenta quedas acentuadas de preço desde 2022. Ainda em relação às *commodities* agropecuárias, houve redução nos preços internacionais do porco, do café, do milho e do trigo.

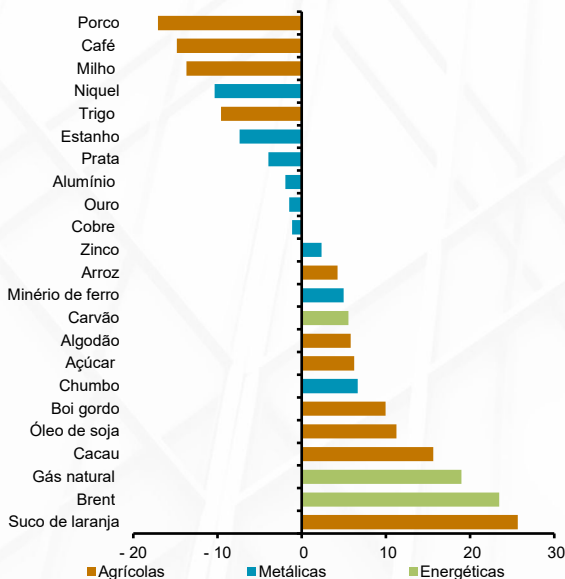
As *commodities* metálicas apresentaram queda (-2,5%), reflexo de variações negativas na maioria dos produtos do segmento. Com alta no trimestre, o preço do minério de ferro tem se mantido resiliente à frustração com o crescimento da economia chinesa e às incertezas que afetam o setor imobiliário residencial no país.

Prospectivamente, a guerra entre Rússia e Ucrânia e a evolução do fenômeno climático *El Niño* seguem como riscos relevantes para a oferta e o preço de *commodities* agropecuárias. No caso do *El Niño*, já se verificam relatos de clima mais seco no sudeste asiático, com repercussão nos preços do arroz e do açúcar. Entre as *commodities* energéticas, as prorrogações dos cortes na oferta de petróleo adotados por Arábia Saudita e Rússia trazem considerável incerteza sobre a evolução dos preços da *commodity*. Por fim, do ponto de vista da demanda, a evolução da economia chinesa segue como fator de risco importante, com sinais de desaceleração mais intensa do que a antecipada.

No âmbito doméstico, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou 2,63% no trimestre encerrado em agosto, após cair 5,55% no trimestre anterior. Na série da variação acumulada em doze meses, houve intensificação da queda (-10,83%

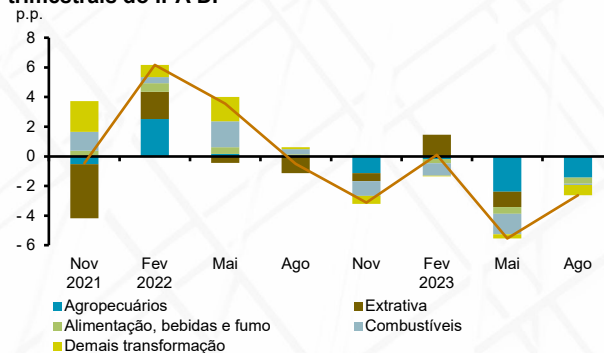
Gráfico 1.2.38 – Variações nos preços de commodities (US\$)

Var. % da média móvel de 5 dias entre as datas de cortes dos RIs anterior e atual



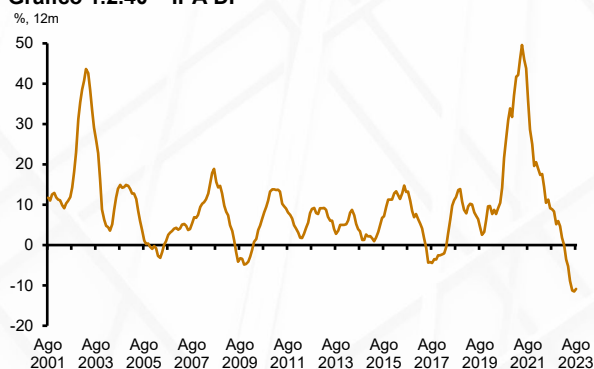
Fonte: Bloomberg

Gráfico 1.2.39 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI



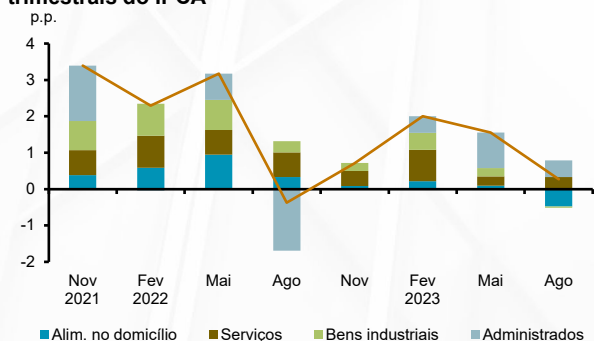
Fonte: FGV

Gráfico 1.2.40 – IPA-DI



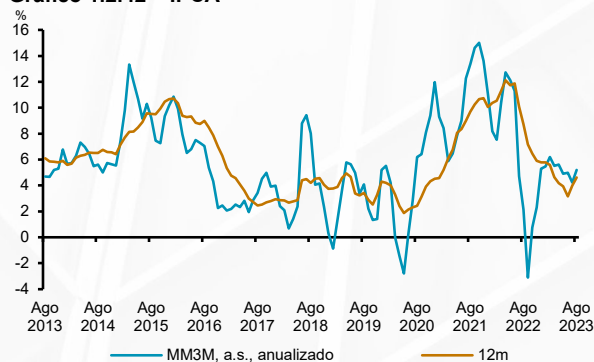
Fonte: FGV

Gráfico 1.2.41 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.42 – IPCA



Fontes: IBGE e BC

em agosto), refletindo variações negativas tanto do IPA agrícola quanto do IPA industrial.

Na comparação trimestral, houve queda de 5,19% no preço de produtos agropecuários, com contribuição significativa dos recuos de milho, leite *in natura* e bovinos. O preço doméstico do milho segue sendo pressionado pela safra local recorde e pela queda nas referências internacionais do grão, que também respondem ao avanço da colheita nos Estados Unidos. O preço do leite *in natura* registrou queda relevante, apesar do período de entressafra, em contexto de aumento de importações e de redução de custos com a alimentação dos animais. Por fim, o comportamento do preço dos bovinos reflete a elevada oferta interna¹⁸ e preços de exportação em queda.

Ainda em relação aos preços ao produtor, o agregado de produtos industriais recuou 1,65% no trimestre. Houve reversão para leve alta na indústria extrativa (0,10%), que foi mais do que compensada por retração de 1,84% na indústria de transformação. No caso da indústria extrativa, houve arrefecimento da queda nos preços do minério de ferro: -0,09%, ante -16,09% no trimestre anterior. Na indústria de transformação, a variação foi decorrente das quedas em carnes e produtos de carne (-6,13%) e em celulose (-29,44%). De modo geral, o comportamento dos preços ao produtor no trimestre segue compatível com o processo de desinflação de bens, ainda que as quedas continuem concentradas em produtos das fases iniciais da cadeia industrial. Bens de consumo finais, excluindo combustíveis e alimentos, mostram arrefecimento forte desde 2022, mas continuam apresentando variações mensais positivas no IPA.

Nos preços ao consumidor, o IPCA avançou 0,27% no trimestre encerrado em agosto, variação bastante inferior à observada no trimestre encerrado em maio (1,56%). A desaceleração foi observada nos preços de alimentação no domicílio, bens industriais e administrados, enquanto o segmento de serviços teve variação ligeiramente maior em relação ao trimestre anterior. Esses movimentos respondem, em parte, a fatores sazonais, tanto no IPCA agregado quanto nos grandes segmentos.

Com o resultado do trimestre, a variação do IPCA acumulada em doze meses aumentou de 3,94% em maio para 4,61% em agosto, após sequência

18/ Em relatos do setor, a elevada oferta de bois desde meados de 2022 é associada a movimento periódico, de longa duração, em que se alternam períodos de investimento mais elevado na produção, com retenção de matrizes, e períodos de oferta mais elevada, em que cresce a proporção de fêmeas entre os animais ofertados para o abate.

Gráfico 1.2.43 – Média dos núcleos

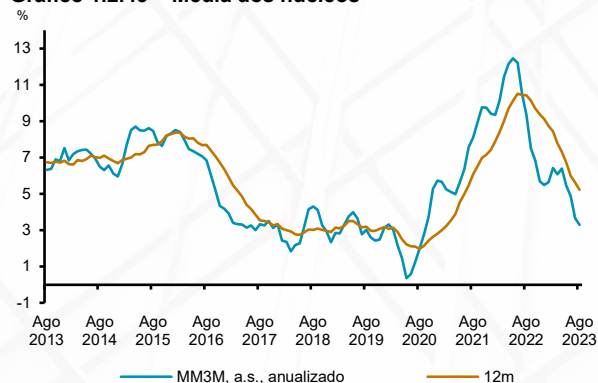
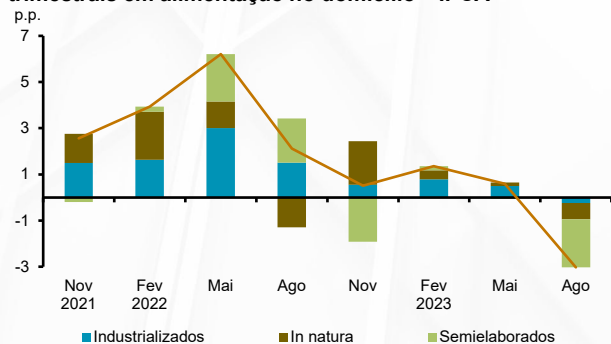


Gráfico 1.2.44 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA



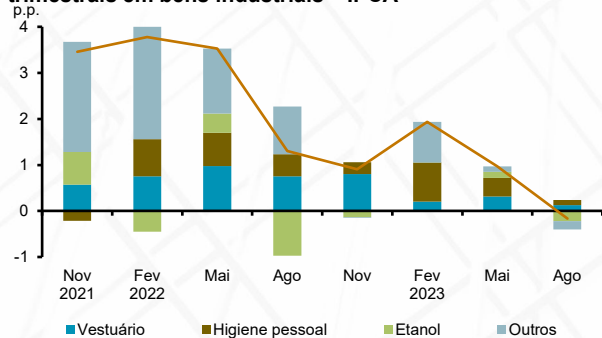
Fontes: IBGE e BC

de resultados em queda. Essa alta da inflação em doze meses no período já era esperada, dado que a variação interanual em maio ainda refletia recuos mensais relevantes em julho e agosto de 2022, meses sob maior efeito direto das desonerações tributárias e dos reajustes negativos de combustíveis do segundo semestre de 2022. Menos afetada por esses eventos, a variação acumulada em doze meses da média dos núcleos de inflação recuou de 6,72% em maio para 5,22% em agosto.

Na série trimestral dessazonalizada e anualizada, em perspectiva de mais curto prazo, a média dos núcleos de inflação recuou de 5,45% no trimestre encerrado em maio para 3,30% em agosto. Tanto o movimento de alta da média trimestral no primeiro semestre do ano quanto o resultado mais favorável em agosto podem refletir oscilações usuais ao redor da trajetória de desinflação observada desde meados de 2022.

Entre os segmentos, os preços de alimentos no domicílio apresentaram queda de 3,02% no trimestre terminado em agosto, ante alta de 0,59% no trimestre encerrado em maio. O comportamento favorável reflete, em parte, a sazonalidade do período, mas também pode ser observado na série dessazonalizada. Entre os itens com inflação tipicamente baixa no período, os preços de tubérculos, raízes e legumes apresentaram queda de 8,4% no trimestre, ante alta de 1,1% nos três meses encerrados em maio. O comportamento benigno dos preços, no entanto, também foi observado nos itens carnes, leites e derivados, aves e ovos, cereais, leguminosas e oleaginosas e óleo e gorduras, todos com deflação relevante no período. O item carnes, que tem concentração de cortes bovinos, têm apresentado variações baixas ou negativas desde o segundo semestre de 2022, em linha com oferta elevada de animais para abate e preços no atacado em queda expressiva. Os preços de leites e derivados, que, usualmente, têm reajustes mais elevados no período, recuaram 3,5%. Nesse caso, relatos do setor indicam competição com produtos importados do Mercosul. Ainda que a correlação histórica não indique transmissão mecânica e imediata para os preços das proteínas, a queda acentuada do preço do milho observada em 2023 favorece esse movimento de queda nos preços do leite, de aves e ovos e, via substituição, de outras proteínas menos dependentes do custo de rações. Por fim, a queda em óleos e gorduras acompanhou o movimento dos preços do óleo de soja no atacado doméstico.

Gráfico 1.2.45 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.46 – Inflação de bens industriais

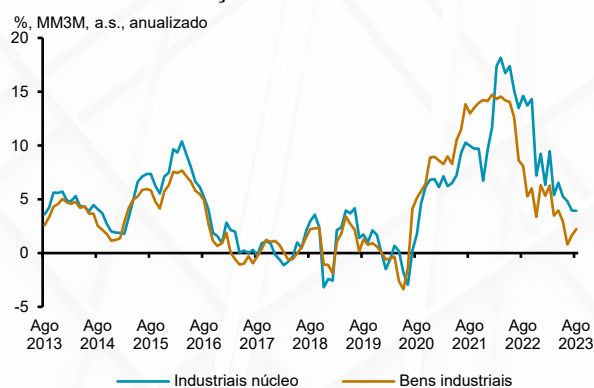
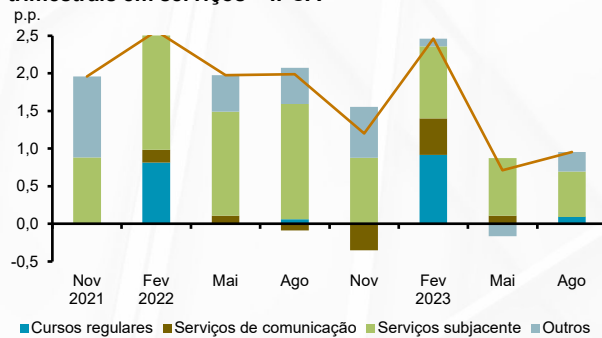


Gráfico 1.2.47 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA



Fontes: IBGE e BC

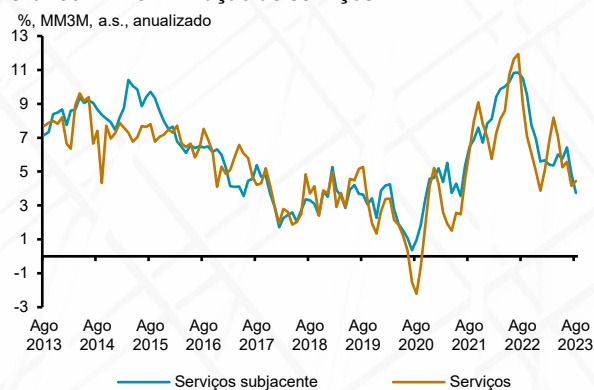
Os preços dos bens industriais passaram de alta de 0,97% no trimestre encerrado em maio para recuo de 0,16% no trimestre até agosto. Esse movimento se deveu em boa parte à queda no preço do etanol, que é usual no período de safra da cana-de-açúcar. A sazonalidade também favoreceu a desaceleração dos preços de peças de vestuário, cujas promoções de inverno costumam ser captadas no IPCA de julho. Houve, adicionalmente, alta menor em produtos de higiene pessoal, item que tem apresentado volatilidade elevada. De forma geral, no entanto, a desaceleração do segmento de bens industriais também é observada na série com ajuste sazonal e alinha-se à queda observada nos preços ao produtor de produtos industriais, mencionada anteriormente.

Como antecipado no Relatório anterior, o preço de automóveis no período foi muito influenciado pela MP 1.175, que patrocinou, com recursos do orçamento federal, descontos na compra de veículos novos. De acordo com o IPCA, o preço de automóveis novos apresentou queda acentuada em junho e houve recomposição integral dos preços em julho e agosto, com o fim dos recursos destinados aos descontos. No caso de automóveis usados, houve quedas mais moderadas em junho e julho e a variação acumulada no trimestre encerrado em agosto (-2,28%) foi mais intensa do que nos três meses até maio (-0,49%).

Os preços de serviços no trimestre encerrado em agosto variaram 0,96%, ante alta de 0,71% no trimestre encerrado em maio. Apesar da aceleração no agregado do segmento, a parcela subjacente de serviços apresentou arrefecimento, com alta de 1,01%, ante 1,29% no trimestre anterior, movimento que também se observou na série ajustada sazonalmente. A principal contribuição para a diminuição da inflação subjacente de serviços veio de alimentação fora do domicílio, cujos preços podem estar respondendo à deflação observada em alimentos, em especial nas proteínas. Também houve desaceleração em aluguel residencial, que tem apresentado alguma volatilidade, e em conserto de automóvel. De forma geral, os resultados observados no trimestre corroboram um processo de desaceleração na parcela subjacente dos preços de serviços, ainda que sujeito a oscilações de mais curto prazo. Na parcela ex-subjacente, destacaram-se as variações mais fortes em passagem aérea e em serviços de educação, ambos com características sazonais.

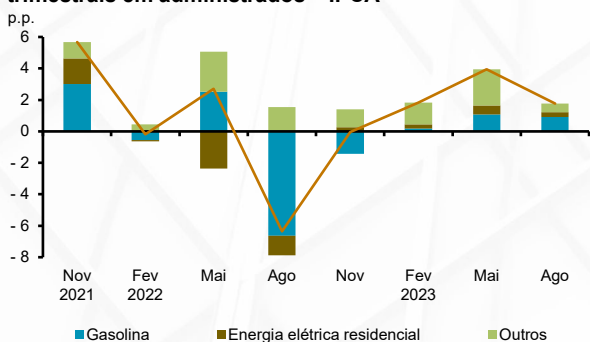
Por fim, os preços administrados também apresentaram variações mais baixas, de 1,78%

Gráfico 1.2.48 – Inflação de serviços



no trimestre encerrado em agosto, ante 3,94% no trimestre terminado em maio. As maiores contribuições para a desaceleração do segmento vieram de produtos farmacêuticos, ônibus urbano, gás de botijão, energia elétrica residencial, plano de saúde e jogos de azar. A variação mais baixa em produtos farmacêuticos reflete evolução sazonal típica do item. A variação mais baixa de ônibus urbano se deveu, em grande medida, à reversão do aumento de passagens em Belo Horizonte.¹⁹ No caso de energia elétrica, a variação do trimestre anterior foi influenciada pela majoração da base de cálculo do ICMS.²⁰ A desaceleração dos preços de plano de saúde já era esperada, tendo em vista o anúncio pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) de um limite máximo para reajuste de planos individuais e familiares regulamentados inferior ao autorizado no ano anterior. No caso de jogos de azar, a variação mais alta no trimestre encerrado em maio refletia aumento do preço de jogos lotéricos geridos pela Caixa Econômica Federal, anunciado no mês de abril.

Gráfico 1.2.49 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA



Fontes: IBGE e BC

A queda no preço do gás de botijão no IPCA entre junho e agosto reflete reduções de preço pela Petrobras em meados de maio e no início de julho, com repasse gradual para os preços ao consumidor. Por fim, o preço da gasolina respondeu à majoração do ICMS com a implementação da alíquota *ad rem* no início de junho e à reoneração dos impostos federais sobre o combustível no final de junho, cujos impactos foram atenuados por reduções de preço ao distribuidor pela Petrobras e por preços sazonalmente menores do etanol.²¹

Tabela 1.2.7 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2023

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		16-jun	15-set	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	100	5,12	4,86	-0,27
IPCA (por agregação)	100	5,20	4,89	-0,30
Alimentação no domicílio	16	1,46	-1,05	-0,40
Bens industriais	24	2,88	2,57	-0,07
Serviços	35	5,75	5,46	-0,10
Administrados	25	9,09	10,20	0,28
Livres	75	3,96	3,18	-0,59
Livres (por agregação)	75	3,82	3,10	-0,54

A mediana das expectativas para a inflação em 2023 apresentou nova queda desde o Relatório anterior, passando de 5,12% para 4,86%, segundo o relatório Focus. A análise das projeções desagregadas em segmentos revela que novamente a revisão foi concentrada no segmento de preços livres, com expectativa de ligeira deflação em alimentação no domicílio, mas também com revisões para baixo nas projeções de bens industriais e serviços. A revisão em alimentação no domicílio está possivelmente associada à evolução benigna dos preços ao produtor e ao consumidor no período recente, descrita anteriormente nesta seção. Houve alta na

19/ O aumento das tarifas em Belo Horizonte vigorou entre o final de abril e o início de julho. Sua reversão já era discutida à época do Relatório anterior, possibilidade que foi mencionada no texto.

20/ No início de fevereiro, o Supremo Tribunal Federal (STF) suspendeu liminarmente o dispositivo da LC 194 que comandava a redução da base de cálculo do ICMS da energia elétrica. O impacto dessa decisão foi observado parcialmente em fevereiro, mas em sua maior parte em março.

21/ Houve também reajuste positivo de 16% no preço do combustível pela Petrobras em 16 de agosto. Essa alta é apenas parcialmente captada pelo IPCA de agosto, que reflete a média de preços do mês como um todo.

Gráfico 1.2.50 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2023 e 2024

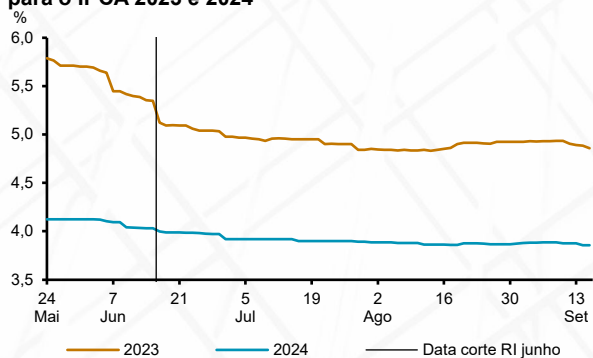
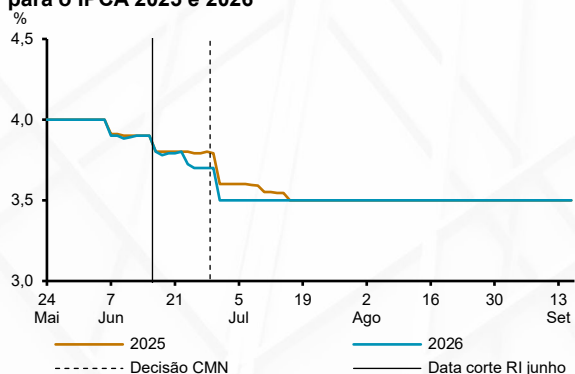


Gráfico 1.2.51 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2025 e 2026



mediana das projeções para preços administrados, possivelmente refletindo o reajuste de agosto nos preços ao produtor da gasolina. As expectativas para 2024 também recuaram, de 4,00% para 3,86%, de forma disseminada entre os segmentos.

As expectativas de inflação para os anos calendário mais distantes apresentaram reancoragem parcial desde o Relatório anterior. O recuo das expectativas de inflação ocorreu logo após a decisão de junho do CMN, que estabeleceu a meta para a inflação de 2026 nos mesmos valores dos vigentes para 2024 e 2025. Conforme a avaliação do Copom, registrada na ata de sua reunião de agosto, entre as possíveis explicações para a desancoragem remanescente nesses horizontes estão: as incertezas sobre a dinâmica fiscal, um cenário global de maior inflação e percepção dos agentes de que, ao longo do tempo, o Banco Central poderia tornar-se mais leniente no combate à inflação. Boxe neste relatório discute o que pode se inferir a esse respeito a partir da análise da dispersão das projeções individuais dos analistas no Focus e no QPC.²²

22/ Ver boxe Dispersão das expectativas para a inflação de 2025.

Desempenho recente e perspectivas para a construção residencial

Em sua primeira parte, este box traz uma visão geral dos últimos ciclos da construção no país e do tamanho do segmento residencial dentro do setor. Em seguida, discute-se com mais detalhes a evolução recente da construção residencial – incluindo exercícios sobre o papel de alguns de seus determinantes – e suas perspectivas de curto prazo.

Desempenho recente da construção civil

A construção é um setor marcado por ciclos longos que, de modo geral, coincidem com os ciclos de atividade econômica. No Brasil, o Valor Adicionado Bruto (VAB) da construção cresceu modestamente entre 1996 e 2006, em parte devido à alta taxa de juros e ao baixo direcionamento de recursos para crédito imobiliário nesse período¹. Entre 2007 e 2013, o VAB da construção apresentou crescimento expressivo, impulsionado pela expansão da atividade econômica, por reformas microeconômicas que promoveram o aprofundamento do mercado de crédito² e por incentivos governamentais³. Em seguida, entre 2014 e 2019, houve retração da atividade do setor, na esteira da crise econômica, em ambiente de redução de incentivos governamentais⁴, aumento da taxa de juros e elevação da incerteza (Gráfico 1).

Gráfico 1 – PIB e VAB da construção

Séries com ajuste sazonal. 1996T1=100, MM3M

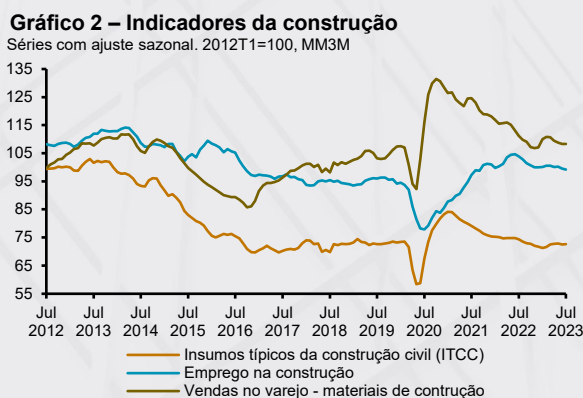


Fonte: IBGE/Contas Nacionais

Entre 2020 e 2022, a construção voltou a se expandir, favorecida pela redução da taxa de juros para financiamentos imobiliários, pelo aumento da poupança das famílias decorrente das restrições ao consumo

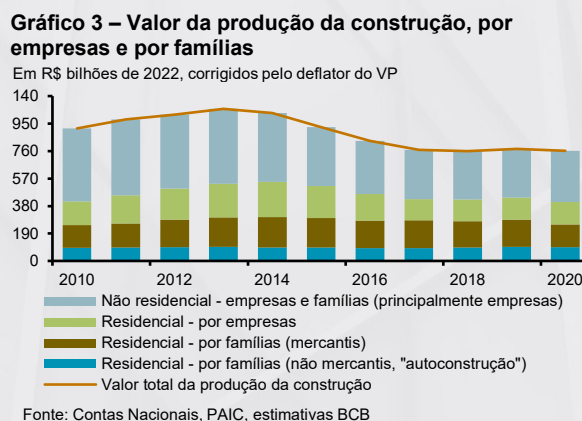
- 1/ Ver Rodrigues (2009), cap. 3, para um detalhamento da questão habitacional brasileira dessa época, com foco nos desafios relacionados ao financiamento habitacional e nas inovações legislativas – como a alienação fiduciária, patrimônio de afetação e a resolução da questão envolvendo os créditos do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) – que contribuíram para posterior crescimento do financiamento habitacional.
- 2/ Ver BCB (2010) para um detalhamento dos fatores que levaram à aceleração do crédito habitacional a partir de 2005, e com mais ênfase a partir de 2008.
- 3/ Como exemplo, pode-se citar os incentivos governamentais reunidos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), incluindo obras relacionadas à Copa do Mundo de 2014 e as do Programa Minha Casa Minha Vida. Ver Nunes (2018) para um detalhamento do programa.
- 4/ Conforme mostrado no box [Evolução recente da formação bruta de capital fixo](#) do Relatório de Inflação de setembro de 2019, a recuperação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) a partir de 2016 foi puxada por investimentos em máquinas e equipamentos, com o setor de construção em trajetória declinante até o segundo semestre de 2019.

de serviços impostas pela crise sanitária e pelo elevado volume de transferências governamentais às famílias. Destaca-se que a rápida expansão ocorreu a despeito da forte alta nos custos da construção e de dificuldades na aquisição de alguns insumos. O VAB da construção teve seu crescimento interrompido no final de 2022, mas no segundo trimestre de 2023 ainda se situava 15,6% acima do nível registrado antes do início da pandemia. Outros indicadores que servem como *proxies* da atividade econômica da construção – como a produção de insumos típicos da construção civil (ITCC)⁵, a venda de materiais de construção no varejo⁶ e a quantidade de ocupados na construção⁷ – recuaram mais que o VAB e estabilizaram-se em patamares próximos aos observados no período pré-pandemia (Gráfico 2).



A construção residencial

A construção residencial no Brasil (incluindo reformas) representa aproximadamente metade do valor da produção (VP) da construção (Gráfico 3) e quase 30% da FBCF⁸. Do total do VP da construção residencial, cerca de 38%⁹ são provenientes de obras realizadas por empresas, 39% da produção mercantil das famílias¹⁰



5/ Série proveniente da Pesquisa Industrial Mensal, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

6/ Série proveniente da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), IBGE.

7/ Série proveniente da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do IBGE.

8/ Divisão do valor bruto da produção residencial (por empresas e por famílias) pelo valor total da FBCF. A média de 2019 e 2020 ficou em 28%, e entre 2010 e 2020, em 31%.

9/ Estimativa BC a partir da Pesquisa Anual da Construção e Contas Nacionais de 2020. Foram considerados:

- O valor das obras estritamente residenciais feitas por empresas, que representavam 25,2% do total do setor nesses anos.
- O valor das obras feitas por empresas que podem ser residenciais ou não, como "acabamento em gesso", multiplicado pela importância das obras estritamente residenciais (25,2%).

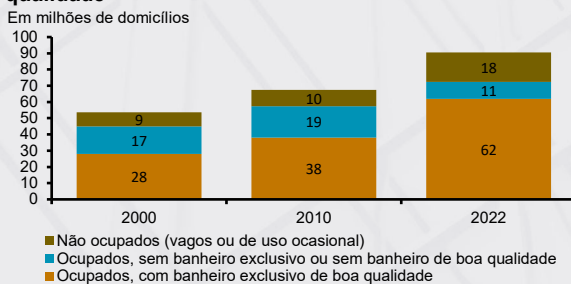
A soma desses dois grupos permitiu estimar que 32,4% do VP das empresas referiu-se à construção residencial nesses anos. O valor encontrado foi dividido pelo VP total, donde se concluiu que as obras residenciais feitas pelas empresas de construção representavam cerca de 20% do VP do setor nesses anos (e 38% do VP da construção residencial).

10/ O valor da produção da construção por famílias foi obtido das Contas Nacionais. Supõe-se que 100% da produção não mercantil e cerca de 88% da produção mercantil se referem a obras residenciais. Para mais detalhes sobre a metodologia de estimação da atividade da Construção Civil, inclusive autoconstrução, para as Contas Nacionais, veja IBGE (2015).

e 23% da produção não mercantil das famílias (autoconstrução). Além disso, entre 2010 e 2020, a construção residencial cresceu em importância no total da construção, como mostra o Gráfico 3.

A evolução da atividade da construção residencial entre 2010 e 2022 teve impacto positivo sobre o estoque de domicílios, que aumentou 34,4%, de 67,5 milhões em 2010 para 90,7 milhões em 2022 (um incremento de 23,2 milhões de domicílios). Houve ainda melhora na qualidade média das residências (Gráfico 4): o número de domicílios com banheiro exclusivo e de boa qualidade¹¹ aumentou 63%, enquanto o número de domicílios sem banheiro ou com banheiros de qualidade inferior caiu 42%.

Gráfico 4 – Domicílios particulares, por ocupação e por qualidade



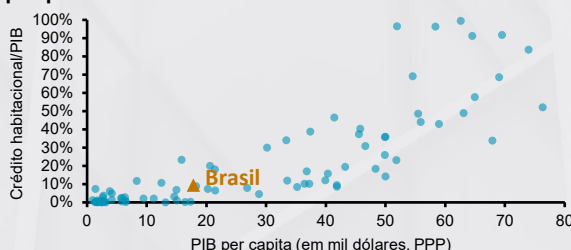
Fonte: Censos Demográficos¹

¹ Para 2022, utilizou-se o Censo para o número total de domicílios e o número de domicílios vagos. Em seguida, utilizou-se a PNAD 2022 para distribuir os domicílios ocupados de acordo com sua qualidade.

A relevância do financiamento habitacional para a construção residencial

Na comparação internacional o Brasil ainda apresenta uma relação crédito habitacional/ Produto Interno Bruto (PIB) relativamente baixa (Gráfico 5). Esse fator, aliado à informalidade (tanto dos rendimentos dos potenciais tomadores como dos imóveis que poderiam ser objeto de financiamento¹²), contribuiu para que o aumento

Gráfico 5 – Crédito habitacional/PIB e PIB per capita, por país



Fonte: CAHF (2021), EMF (2022), BC, Banco Mundial, outros bancos centrais. Os dados refletem a informação mais recente (entre 2019 e 2023) de 91 países para os quais os dados estão disponíveis.

Para melhor visualização, valores do eixo horizontal foram truncados em 80 mil e do eixo vertical em 100%. Com isso, 4 países deixaram de aparecer no gráfico.

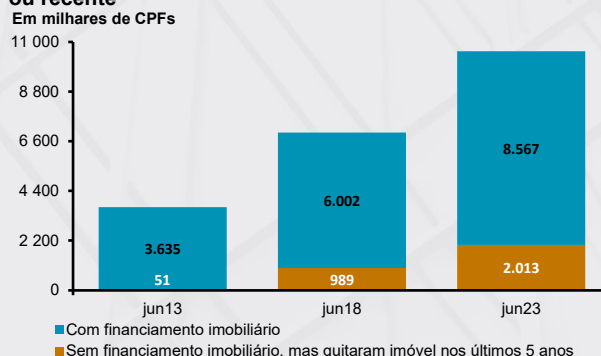
11/ Utilizou-se a presença de banheiro de uso exclusivo do domicílio e de boa qualidade (ligado à rede de esgoto pluvial ou com fossa séptica) como uma *proxy* da qualidade do domicílio. O uso de outras medidas, como a presença de paredes e cobertura duráveis, não modifica a conclusão que a qualidade média dos domicílios melhorou. Observar que a qualidade do domicílio só é observada em domicílios ocupados.

12/ Krause et al (2022) pesquisaram os núcleos urbanos informais no Brasil. O estudo não fez pesquisa cartorial, mas presume-se que grande parte dos domicílios nestes núcleos estejam em situação de irregularidade fundiária (sem escritura, com escritura em nome de pessoa diferente do proprietário de fato, com obra realizada sem Habite-se e outras situações que impedem o financiamento habitacional). Segundo o estudo, estes domicílios em núcleos urbanos informais representam entre 14% e 48% do total de domicílios particulares permanentes de cada região pesquisada (o valor mais baixo foi observado em Porto Alegre, e o maior, em Recife). O estudo não investigou a informalidade imobiliária nos bairros que não pertencem a núcleos urbanos informais.

de 23,2 milhões no estoque nacional de domicílios entre 2010 e 2022 se desse principalmente com uso de recursos das próprias famílias^{13, 14}, ou seja, sem financiamento habitacional para sua aquisição ou construção.

Contudo, no segmento formal, no qual os imóveis costumam ter valores mais elevados, a aquisição frequentemente ocorre por meio de financiamento habitacional. Na última década, o crédito habitacional aumentou de importância, passando de 3,4% para 9,4% do PIB, e o número de pessoas com financiamento imobiliário ativo aumentou de 3,6 para 8,6 milhões (+136%)¹⁵. O aumento ocorreu com maior intensidade a partir de 2020, quando as condições de financiamento ficaram mais favoráveis, como abordado adiante.

Gráfico 6 – CPFs com financiamento imobiliário atual ou recente



Fonte: SCR

Em alguns casos, o mesmo financiamento é listado duas vezes, para refletir o fato que há mais de um CPF devedor (por exemplo, um casal).

A capacidade de pagamento das parcelas de financiamento imobiliário é influenciada pelos seguintes fatores: (i) o preço do imóvel¹⁶; (ii) o prazo do financiamento; (iii) a taxa de juros aplicável ao empréstimo; e (iv) a renda familiar, principalmente a renda formal. Os três primeiros fatores, conjuntamente, determinam a parcela a ser paga pelo devedor, e o último é a principal fonte de recursos para seu pagamento. Um indicador de acessibilidade habitacional (*housing affordability index*) foi construído com os fatores listados acima, dividindo-se

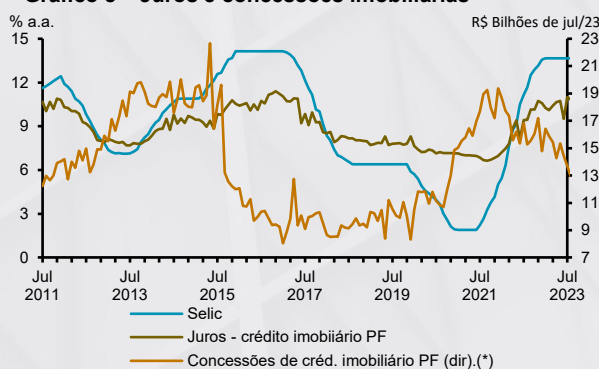
Gráfico 7 – Índice de acessibilidade habitacional

Índice 2015T4=100, MM3M



Fonte: BC, calculado com dados do SCR, Fipezap e PNAD Contínua.

Gráfico 8 – Juros e concessões imobiliárias



(*) A preços do último mês (IPCA), com ajuste sazonal.

13/ No período, foram financiadas 10,6 milhões de unidades, entre novas e usadas, com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Os dados podem conter dupla contagem (uma unidade habitacional pode ter sido objeto de dois financiamentos, pois pode ter sido vendida e refinanciada nesse período). Mas, ainda que o financiamento se referisse apenas a unidades novas e não houvesse dupla contagem, os 10,6 milhões de unidades financiadas não representam nem a metade do aumento do estoque de domicílios verificada no período (23,2 milhões).

14/ O comentário se refere ao financiamento à pessoa física adquirente do imóvel, e não à atividade da construtora.

15/ Os números não incluem imóveis totalmente subsidiados com recursos não-onerosos ("Faixa 1"), pois estes, por definição, não são financiados pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN).

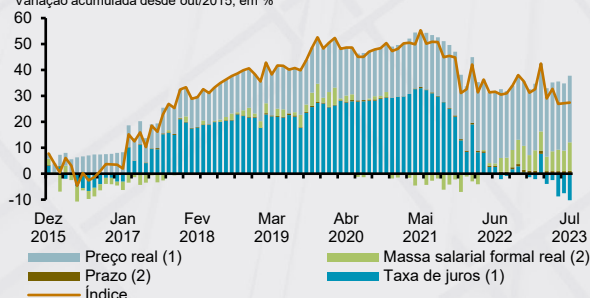
16/ Preço percebido pelo cliente, ou seja, preço do imóvel menos eventual subsídio recebido pelo cliente. O subsídio é comum na habitação popular.

a massa salarial formal pelo valor da prestação de um imóvel hipotético¹⁷. O Gráfico 7 apresenta a evolução temporal desse indicador, que atingiu seu pico em julho de 2021 e desde então recuou 22%, ajudando a explicar a queda das concessões de crédito imobiliário (Gráfico 8).

O Gráfico 9 apresenta a variação acumulada desse índice de acessibilidade habitacional, decomposta na contribuição dos fatores que o compõem. Como se pode perceber, a queda do índice de acessibilidade desde meados de 2021 se deve essencialmente à elevação da taxa de juros do financiamento imobiliário. Esse efeito mais que compensou o aumento do prazo médio dessas concessões de crédito, o aumento real da massa salarial formal a partir de 2022 e a queda real do preço dos imóveis¹⁸ (Gráfico 10).

Gráfico 9 – Índice de acessibilidade habitacional e contribuição de seus componentes

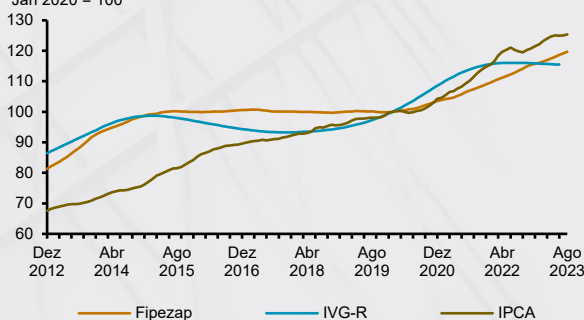
Varição acumulada desde out/2015, em %



(1) o aumento dessa variável reduz o índice; (2) o aumento dessa variável aumenta o índice; (3) a variação percentual é aproximada, pois os cálculos foram feitos em logaritmo.

Gráfico 10 – Índices de preços de imóveis residenciais e IPCA

Jan 2020 = 100



Fontes: BC, Fipezap e IBGE

O índice de acessibilidade habitacional influencia a demanda por imóveis e as empresas do setor reagem ajustando a oferta de imóveis. Exercício econométrico sugere que o movimento do índice de acessibilidade habitacional antecipa o número de lançamentos residenciais¹⁹. De maneira coerente, a queda recente do índice foi acompanhada de uma queda de 19,1% nos lançamentos residenciais no primeiro semestre de 2023, em relação ao primeiro semestre de 2022²⁰ (Gráfico 11). Contudo, considerando que a construção de um imóvel residencial leva tempo e que houve grande número de obras lançadas nos últimos anos, estima-se que o número de imóveis em construção ainda continue acima do patamar pré-pandemia, o que contribui positivamente para o nível da atividade econômica do segmento no curto prazo²¹.

17/ Parcela mensal a pagar por um imóvel de dois quartos (40m²), considerando a taxa de juros e o prazo médio vigentes em cada mês, uma prestação uniforme (tabela Price) e a série do preço do metro quadrado médio para o Brasil calculada pela Fipe/Fipezap a partir dos imóveis anunciados. A massa salarial é calculada usando as informações da PNAD Contínua.

18/ Os cálculos do índice de acessibilidade residencial foram feitos com o Índice Fipezap, construído a partir de anúncios de vendas de imóveis no portal Zap (www.zapimoveis.com.br) em 50 cidades. Entretanto, o Gráfico 10 também apresenta o Índice de Valor de Garantias Reais (IVG-R), que estima a tendência de preço de longo prazo dos valores de imóveis residenciais no Brasil utilizando informações do Sistema de Informações de Crédito (SCR) do Banco Central do Brasil. Os dois mostram que os preços de imóveis cresceram menos que o IPCA nos últimos dois anos. Um terceiro índice, não mostrado no gráfico, destoa dos demais: o IGMi-R, da Abecip, que tem mostrado evolução de preços acima da inflação.

19/ O exercício econométrico sugere que o índice de acessibilidade residencial Granger-cause lançamentos, com defasagem de um trimestre, e que a relação inversa não se verifica. Nesse exercício foi utilizado um modelo de vetores autorregressivos (VAR), com dados trimestrais (de 2016T3 a 2023T1), defasagem de um trimestre, variáveis endógenas (lançamentos e acessibilidade residencial, com transformação logarítmica) e variáveis exógenas (constante, uma variável *dummy* para o 2º trimestre de 2020 e 3 variáveis *dummy* sazonais para os trimestres). A amostra curta sugere cautela na interpretação dos resultados.

20/ Utilizou-se a série da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), que inclui dados referentes a 207 cidades brasileiras. Entre outras fontes de dados de lançamentos imobiliários disponíveis estão: (a) Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias (Abrainc), que junto com a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe) divulga indicadores relativos a um conjunto de 20 incorporadoras nacionais e (b) Sindicato da Habitação de São Paulo (Secovi-SP), que divulga dados relativos a São Paulo-SP.

21/ O número de imóveis em construção foi estimado neste box como a soma dos imóveis lançados nos últimos 36 meses segundo a CBIC. O pressuposto é que as construções residenciais verticais demoram cerca de três anos (entre o lançamento e a entrega) para ficarem prontos.

Gráfico 11 – Lançamentos e imóveis em construção

Mil de unidades



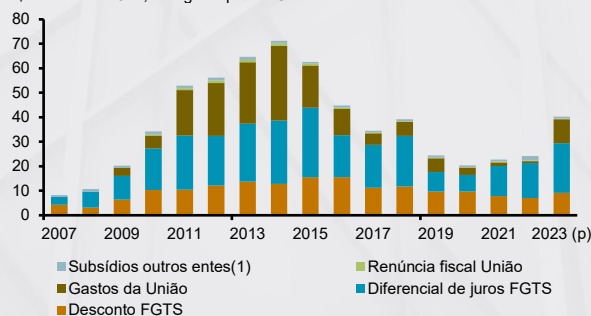
Fontes: CBIC e estimativas BC (para o período anterior a 2021T2)

¹Dados sazonalmente ajustados.

A demanda por imóveis residenciais também é afetada por fatores que não compõem o índice de acessibilidade habitacional. Entre eles destacam-se os níveis historicamente altos de comprometimento de renda das famílias²² e de inadimplência²³, que podem influenciar negativamente as vendas e os lançamentos de imóveis residenciais, particularmente os de médio e alto padrão. Por outro lado, estima-se que o total de subsídios (implícitos e explícitos) à habitação popular tenha crescimento relevante já em 2023²⁴, para o maior patamar desde 2016 (Gráfico 12)²⁵. A alta dos subsídios corresponde a 2,1% do valor bruto da produção da construção

Gráfico 12 – Subsídios à habitação popular

R\$ bilhões de 2022, corrigidos pelo IPCA



Fontes: Ministério cidades, RFB, LOA, LAIs

(1) 11 estados e 2 municípios.

22/ Em junho de 2023, as famílias gastaram 28,3% de sua renda mensal com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional, valor acima da média dos últimos dez anos (23,9%).

23/ Em julho de 2023, 4,2% da carteira de crédito Pessoa Física estava com atraso superior a 90 dias. O valor é superior à média da década (3,7%).

24/ A Medida Provisória 1.162/2023, que dispõe sobre o Programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV), explicita que o programa tem entre seus objetivos ampliar a oferta e promover a melhoria de moradias. Adicionalmente, o Conselho curador do FGTS decidiu reduzir as taxas de juros e aumentar o subsídio para aquisição de residência.

25/ Os subsídios à habitação popular considerados foram:

- Desconto FGTS: subsídio oferecido pelo FGTS na forma de desconto oferecido no valor da entrada para aquisição do imóvel residencial. Dados obtidos via LAI junto ao Ministério das Cidades e notícia pública (para 2023).
- Diferencial de juros FGTS: calculado como a diferença entre o “valor presente das concessões mensais usando a taxa de juros de dez anos” e o “valor presente das concessões mensais usando a taxa de juros de empréstimos imobiliários com recursos do FGTS”. Calculado pelo BC.
- Recursos da União: recursos do Orçamento Geral da União (OGU) destinados a subsidiar a produção e aquisição habitacional de famílias nas modalidades “aquisição subsidiada” (Faixa 1) e “aquisição financiada” (Faixas 1 e 2) do Programa Minha Casa Minha Vida. O percentual do subsídio varia por família. Dados obtidos via LAI junto ao Ministério das Cidades e LOA (para 2023).
- Renúncia fiscal da União: renúncias fiscais direcionadas ao Programa Minha Casa Minha Vida/Casa Verde e Amarela. Fonte: RFB (Gastos Tributários)
- Subsídios de outros entes: recursos gastos na produção habitacional popular por 11 estados, incluindo o Distrito Federal, e 2 municípios. Dados obtidos via LAI ou no website da unidade federativa.

Outros subsídios ao setor imobiliário e de construção, como o diferencial de juros dos empréstimos com recursos da poupança, a isenção de IOF e isenção de imposto de renda, não foram incluídos por não serem restritos à habitação popular. Além disso, não foram considerados gastos com locação social (concentrados nos estados).

de 2022 e a cerca de 10% do VP da construção residencial por empresas²⁶ – magnitudes expressivas, o que sugere que venha a se constituir em um estímulo relevante ao setor da construção nos próximos trimestres.

Conclusões

O conjunto de indicadores apresentados neste box mostra sinais ambíguos para a evolução da demanda por construção residencial ao longo dos próximos trimestres. O alto patamar dos juros dos financiamentos imobiliários reduziu a acessibilidade de aquisição dos imóveis, reduzindo a demanda e os lançamentos no mercado de médio e alto padrão, com impacto defasado na quantidade de obras em construção. Por outro lado, construções de padrão econômico devem ser beneficiadas com a elevação dos subsídios para a habitação popular. A expectativa de redução do grau de aperto monetário na economia brasileira, condicionada ao processo de desinflação e à reancoragem das expectativas de inflação, também pode contribuir positivamente mais à frente.

Bibliografia

CAHF (Centre for Affordable Housing Finance in Africa). 2021 Yearbook: Housing Finance in Africa. Johannesburg, South Africa.

Disponível em https://housingfinanceafrica.org/app/uploads/2021/11/2021_CAHF-yearbook-final-compressed.pdf.

BCB. Crédito habitacional. In: Relatório de Economia bancária e Crédito 2010. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/RELECON10-REBC2010.pdf>.

BCB. Evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo. In: Relatório de Inflação setembro 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/201909/ri201909b6p.pdf>.

EMF (European Mortgage Federation). Hypostat 2022 – a Review of Europe’s Mortgage and Housing Markets. Set. 2022. Disponível em <https://hypo.org/app/uploads/sites/2/2022/09/HYPOSTAT-2022-FOR-DISTRIBUTION.pdf>.

IBGE. Atividade de Construção Civil. Out. 2015. In: Sistema de Contas Nacionais – Brasil, referência 2010. Nota metodológica nº 11. Disponível em: https://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Sistema_de_Contas_Nacionais/Notas_Metodologicas_2010/11_atividade_construcao_20151103.pdf.

Krause, Cleandro, et al. Pesquisa de Núcleos Urbanos Informais no Brasil – Produto 13 – Relatório de recomendações de procedimentos para extensão da pesquisa. 2022. Disponível em: https://pnui.ipea.gov.br/publicacoes/PNUI_Produto_13.pdf.

NUNES, Maria. O Programa de aceleração do crescimento e as fronteiras. In: Fronteiras do Brasil – uma avaliação de política pública. Vol. 1, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8791>.

RODRIGUES, Luiza Betina Petroll. Crédito para habitação no Brasil: histórico e desafios. 2009. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/handle/handle/9378>.

26/ Estimativa do VP da Construção residencial por empresas feita usando a mesma metodologia utilizada para o Gráfico 3. Assume que o VP da construção residencial por empresas em 2022 corresponde a 20,4% do VP total da construção (mesmo percentual observado em 2020; ainda não foram divulgados os dados de 2021 e 2022).

Projeções para a evolução do PIB em 2023 e 2024

Esse box apresenta as projeções para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos anos de 2023 e 2024 no cenário de referência do Banco Central.

A elevada surpresa positiva do PIB no segundo trimestre aumentou o carregamento estatístico para 2023, contribuindo significativamente para a alta na previsão de crescimento da atividade econômica nesse ano. Todavia, alguns fatores contribuem para que a atividade econômica cresça nos próximos trimestres e ao longo de 2024 em ritmo menor do que o observado no primeiro semestre de 2023. Primeiramente, os impactos diretos e indiretos¹ da forte alta da agropecuária no primeiro semestre de 2023 devem se dissipar no restante do ano e, para 2024, não se projeta alta tão expressiva do setor. Em segundo lugar, o impulso da expansão dos benefícios previdenciários – influenciados por alta do salário mínimo e por mudanças de calendário que anteciparam pagamentos para o primeiro semestre – e de assistência social sobre a renda das famílias observado no primeiro semestre de 2023 não deve se repetir na mesma magnitude na segunda metade do ano e ao longo de 2024. Adicionalmente, a política monetária se situa em terreno contracionista e há a expectativa de que se mantenha assim no horizonte de previsão, ainda que esteja sendo gradualmente flexibilizada². Por fim, o cenário externo mostra-se mais incerto, com perspectiva de desaceleração da atividade econômica nos países avançados, em ambiente de pressões inflacionárias persistentes, e de menor crescimento para a economia chinesa.

Revisão da projeção do PIB para 2023

A projeção de crescimento do PIB em 2023 passou para 2,9% ante expectativa de 2,0% no Relatório anterior. A revisão decorre da elevada surpresa positiva no segundo trimestre e, em menor medida, de previsões ligeiramente mais favoráveis para a evolução da indústria, de serviços e do consumo das famílias no segundo semestre.

Sob a ótica da oferta, a alta na projeção de crescimento do PIB reflete elevação nas projeções para os três setores. A estimativa para o crescimento da agropecuária passou de 10,0% para 13,0%, refletindo melhora nos prognósticos do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a produção agrícola, principalmente de soja, de milho e de cana-de-açúcar, e crescimento do abate de animais no primeiro semestre maior do que o antecipado. Apesar da contribuição bastante positiva da agropecuária para o resultado do PIB no ano, o setor deve contribuir negativamente para as variações trimestrais do PIB ao longo do segundo semestre, sobretudo no terceiro trimestre, visto que a maior parte da colheita dos produtos com os maiores crescimentos anuais ocorreu na primeira metade do ano.

Para a indústria, a previsão foi alterada de 0,7% para 2,0%, com melhora nos prognósticos para a construção; para a “produção e distribuição de eletricidade, gás e água”; e, especialmente, para a indústria extrativa. A significativa revisão do prognóstico para a indústria extrativa decorre do elevado crescimento da produção de minério de ferro e de petróleo na primeira metade do ano. Tal expansão se deu em ritmo superior ao

1/ Tanto o transbordamento para a produção de outros setores econômicos – como discutido no box [Impacto da safra agrícola sobre a atividade econômica](#) do Relatório de Inflação de junho de 2017 – como impacto sobre o consumo das famílias da recente queda dos preços dos alimentos – discutido no box [Choques de oferta, preços e consumo](#) do Relatório de Inflação de março de 2022.

2/ Ver as expectativas para a taxa Selic extraídas da pesquisa Focus na seção 2.2 deste Relatório.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2022	2023 ¹	
		Anterior	Atual
Agropecuária	-1,7	10,0	13,0
Indústria	1,6	0,7	2,0
Extrativa mineral	-1,7	3,5	7,5
Transformação	-0,3	-0,8	-0,9
Construção civil	6,9	-1,1	0,7
Prod./dist. de eletricidade, gás e água	10,1	5,0	6,5
Serviços	4,2	1,6	2,1
Comércio	0,8	0,8	0,7
Transporte, armazenagem e correio	8,4	2,0	3,1
Serviços de informação	5,4	2,3	3,3
Interm. financ.e serviços relacionados	0,4	3,0	5,2
Outros serviços	11,1	2,1	2,4
Atividades imobiliárias e aluguel	2,5	2,1	2,4
Adm., saúde e educação públicas	1,5	0,7	1,0
Valor adicionado a preços básicos	3,0	2,1	2,9
Impostos sobre produtos	2,1	1,1	2,5
PIB a preços de mercado	2,9	2,0	2,9
Consumo das famílias	4,3	1,6	2,8
Consumo do governo	1,5	1,0	1,8
Formação bruta de capital fixo	0,9	-1,8	-2,2
Exportação	5,5	3,7	6,7
Importação	0,8	0,0	0,0

Fonte: IBGE e BC

1/ Estimativa.

financeiras têm aumentado e os níveis de endividamento e comprometimento de renda continuam elevados. Diante desse cenário, espera-se que o consumo das famílias continue avançando no segundo semestre, porém em menor ritmo do que o observado no primeiro.

O consumo do governo no segundo trimestre também foi mais alto do que o previsto anteriormente, motivando elevação na projeção para o crescimento anual. Por fim, a previsão para a variação anual da FBCF foi reduzida, refletindo, sobretudo, o resultado abaixo do esperado no segundo trimestre, sob influência do recuo acentuado da produção de bens de capital.

A projeção para a variação das exportações em 2023 foi revisada de 3,7% para 6,7%, repercutindo, principalmente, prognósticos mais favoráveis para os embarques de produtos agropecuários e da indústria extrativa. A previsão para as importações continuou sendo de estabilidade em relação ao ano anterior. Tendo em vista as variações estimadas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2023 são de 1,6% e 1,3%, respectivamente.

compatível com os *guidances* de produção dos principais produtores dessas *commodities* disponíveis à época do Relatório anterior. A previsão de recuo no ano para a indústria de transformação ficou praticamente inalterada, com expectativa de altas trimestrais modestas no segundo semestre.

Para o setor de serviços, a projeção foi revista de 1,6% para 2,1%, com melhora nas previsões para todas as atividades, com exceção de comércio, bastante influenciado pelo desempenho da indústria de transformação. A alta da projeção reflete surpresas positivas no segundo trimestre bastante disseminadas, bem como a ligeira melhora nos prognósticos para as variações trimestrais das atividades do setor terciário no segundo semestre.

Na demanda doméstica, houve alta nas previsões para o consumo da família e do governo e recuo na estimativa para o desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). A elevação da renda disponível das famílias no segundo trimestre, resultante de crescimento dos rendimentos do trabalho e de benefícios sociais, e o recuo na taxa de poupança das famílias³ favoreceram alta expressiva, superior à anteriormente esperada, do consumo das famílias. Para o restante do ano, espera-se moderação no ritmo de crescimento da renda das famílias, com menor contribuição de benefícios sociais. Adicionalmente, os pagamentos líquidos das famílias às instituições

3/ Ver seções “Atividade econômica” e “Mercado de trabalho” no Capítulo 1 deste Relatório.

Projeção do PIB para 2024⁴

Tabela 2 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2022	2023 ¹	2024 ¹
Agropecuária	-1,7	13,0	1,5
Indústria	1,6	2,0	2,0
Serviços	4,2	2,1	1,8
Valor adicionado a preços básicos	3,0	2,9	1,8
Impostos sobre produtos	2,1	2,5	1,8
PIB a preços de mercado	2,9	2,9	1,8
Consumo das famílias	4,3	2,8	1,9
Consumo do governo	1,5	1,8	1,5
Formação bruta de capital fixo	0,9	-2,2	2,1
Exportação	5,5	6,7	1,5
Importação	0,8	0,0	1,6

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

Para 2024, projeta-se crescimento de 1,8%, com variações nos componentes da oferta e da demanda mais homogêneas do que as previstas para 2023.

Pelo lado da oferta, agropecuária, indústria e serviços devem crescer, respectivamente, 1,5%, 2,0% e 1,8%. A base de comparação elevada de 2023, ano de safra recorde de grãos, contribui para a expectativa de alta mais modesta para a agropecuária em 2024. Adicionalmente, preços deprimidos de algumas culturas podem desestimular a ampliação de área cultivada.

No setor secundário, projeta-se para a indústria de transformação e para a construção, atividades mais sensíveis ao ciclo econômico, alguma elevação no ritmo de crescimento trimestral, comparativamente às taxas médias de crescimento previstas para 2023,

em cenário de gradual flexibilização da política monetária. Em relação ao setor de construção, as construções residenciais de padrão econômico devem ser beneficiadas pela elevação dos subsídios para a habitação popular, conforme discutido em boxe deste Relatório⁵. Em contrapartida, não se espera a repetição em 2024 do mesmo crescimento da indústria extrativa previsto para 2023, visto que a demanda por produtos do setor, notadamente por minério de ferro, pode arrefecer diante da expectativa de desaceleração da atividade econômica mundial, em especial da chinesa.

Para o setor de serviços projeta-se crescimento marginalmente menor do que o previsto para 2023. O relaxamento gradual das condições monetárias deve favorecer o desempenho do setor, em especial das atividades mais sensíveis ao ciclo econômico. Contudo, o menor transbordamento da agropecuária e o menor impulso das transferências governamentais tendem a limitar o ritmo de expansão.

Na demanda doméstica, as taxas de variação esperadas para o consumo das famílias, o consumo do governo e a FBCF são 1,9%, 1,5% e 2,1%, respectivamente. Expansão mais moderada dos benefícios sociais e de outros gastos governamentais do que a observada em 2023 deve contribuir para atenuação do crescimento do consumo das famílias e do governo, ante o previsto para 2023. A FBCF deve crescer ao longo de 2024, com expansão moderada da construção e da absorção de bens de capital.

Exportações e importações de bens e serviços devem crescer 1,5% e 1,6%, respectivamente. A expectativa de crescimento mais modesto das exportações, comparativamente à previsão para a alta em 2023, reflete, primordialmente, a expectativa de menores crescimentos da agropecuária e da indústria extrativa. Já o crescimento das importações reflete as expectativas de crescimento moderado para a indústria de transformação, consumo das famílias e FBCF. As contribuições das demandas interna e externa estão estimadas em 1,8% e 0,0%, respectivamente.

4/ 2024 será um ano bissexto, tendo, portanto, um dia a mais do que 2023. Conforme já abordado no boxe [Revisão da projeção do PIB para 2021](#) do Relatório de junho de 2021, dadas as especificações de ajuste sazonal e de calendário do PIB adotadas pelo IBGE, pode haver diferenças em se calcular o crescimento em 2024 usando dados com ou sem ajuste sazonal e de calendário. Nesse boxe, como é o usual, a taxa de crescimento anual refere-se àquela calculada com dados sem ajuste sazonal e de calendário.

5/ Boxe do Capítulo 1 deste Relatório “Desempenho recente e perspectivas para a construção residencial”.

Projeção para a evolução do crédito em 2023 e 2024

Este boxe apresenta a revisão da projeção de crescimento nominal do saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para 2023 e a primeira projeção para 2024.

Projeção para 2023

Desde o Relatório anterior, os dados do mercado de crédito vieram abaixo do esperado, principalmente em decorrência do movimento no crédito para pessoas jurídicas com recursos livres. A incorporação desses dados e a revisão do cenário macroeconômico prospectivo reduziram a projeção de crescimento do saldo nominal de crédito para 2023, de 7,7% para 7,3% (Tabela 1). A projeção de crescimento do estoque do crédito livre para pessoas físicas foi mantida em 9,0%, refletindo a resiliência observada nas concessões até julho de 2023 e as perspectivas atualizadas para atividade econômica. A projeção de crescimento do crédito livre às empresas, por sua vez, foi reduzida de 3,0% para 1,5%, devido à desaceleração do saldo mais acentuada do que a esperada no Relatório anterior.

No crédito direcionado, a projeção de crescimento do saldo de pessoas físicas foi mantida em 11,0%, com a desaceleração do saldo imobiliário sendo compensada pelo aumento do tamanho do Plano Safra para 2023/24. Por fim, no segmento de pessoas jurídicas, a projeção também foi mantida em 7,0%.

Tabela 1 – Saldo de crédito

	Variação % em 12 meses					
	Ocorrido			Proj. 2023		Proj. 2024
	2021	2022	Jul 2023	Anterior	Atual	Atual
Total	16,4	14,0	8,2	7,7	7,3	8,5
Livres	20,4	14,1	5,5	6,3	5,7	7,9
PF	23,0	17,5	10,4	9,0	9,0	8,5
PJ	17,4	10,1	-0,6	3,0	1,5	7,0
Direcionados	10,9	14,0	12,5	9,6	9,6	9,3
PF	18,5	18,0	14,3	11,0	11,0	10,0
PJ	-0,1	6,9	9,0	7,0	7,0	8,0
Total PF	21,0	17,7	12,1	9,9	9,9	9,2
Total PJ	10,6	9,0	2,7	4,4	3,4	7,4

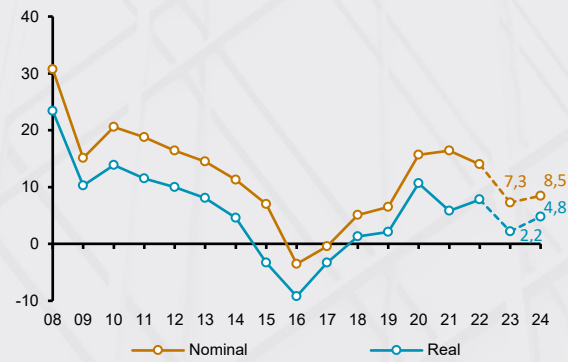
Projeção para 2024

Espera-se que no próximo ano o crescimento do saldo do crédito supere o observado em 2023, em termos nominais e reais, em consequência da evolução do crédito com recursos livres, mais sensível à evolução esperada da política monetária. A aceleração deve ser impulsionada pelo segmento de crédito livre para pessoas jurídicas, com a dissipação dos impactos dos eventos envolvendo grandes empresas. Por sua vez,

espera-se que o crédito para pessoas físicas exiba trajetória de ligeira desaceleração, tanto nas operações com recursos livres como nas com recursos direcionados, refletindo, entre outros fatores, os níveis elevados de endividamento e comprometimento de renda e o menor crescimento da renda das famílias. A perspectiva de aceleração nominal do crédito e de desaceleração da inflação sugere crescimento real mais vigoroso do saldo de crédito no próximo ano (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses



Projeções para as contas externas de 2023 e 2024

Este boxe apresenta a revisão da projeção das contas externas da economia brasileira para 2023 e a primeira projeção para 2024. Espera-se, tanto para o ano corrente como para o seguinte, um cenário favorável, caracterizado por robustos superávits na balança comercial, déficits baixos na conta de transações correntes e entradas líquidas de investimento direto no país (IDP) em valor superior ao déficit em conta corrente.

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2022	2023	Projeção 2023		Proj. 2024
	Ano	Jan - Jul	Anterior	Atual	Atual
Transações correntes	-54	-18	-45	-36	-37
Balança comercial	44	45	54	68	71
Exportações	340	198	335	341	348
Importações	296	153	281	273	277
Serviços	-40	-21	-36	-36	-40
dos quais: viagens	-7	-5	-11	-9	-12
dos quais: transportes	-19	-8	-14	-13	-14
Renda primária	-62	-43	-63	-69	-68
dos quais: juros	-20	-16	-25	-27	-29
dos quais: lucros e dividendos	-42	-26	-38	-42	-39
Investimentos – passivos	107	53	75	79	85
IDP	87	34	75	65	75
Inv. Carteira	-4	8	0	10	10
Outros inv. Passivos ¹	24	12	0	5	0

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

Projeção para 2023

A projeção para o déficit em transações correntes em 2023 foi revista para US\$36 bilhões (ante US\$45 bilhões no Relatório anterior), o que corresponde a 1,7% do Produto Interno Bruto (PIB). A redução do déficit projetado decorre, principalmente, da melhora do saldo comercial, que passou de US\$54 bilhões para US\$68 bilhões com o aumento do valor das exportações e a redução do valor das importações.

A revisão na projeção de valor exportado no ano reflete principalmente o maior volume embarcado de produtos básicos, especialmente petróleo e minério de ferro. Os embarques esperados para o ano de *commodities* agrícolas, como soja e milho, também foram majorados diante de surpresas positivas nos últimos meses, ainda que as projeções anteriores já contemplassem volumes substantivos decorrentes da safra recorde de grãos. A projeção considera ainda volume exportado ligeiramente menor do que anteriormente esperado para o ano no tocante aos produtos manufaturados e semimanufaturados, incorporando dados mais recentes da balança comercial.

Para as importações, a revisão incorpora recuo mais acentuado dos preços, principalmente para bens intermediários e bens de consumo duráveis. O volume importado, também revisado negativamente, incorpora a desaceleração da recuperação em bens intermediários, além de moderação nas importações de combustíveis, resultando em maior retração das importações totais em relação ao ano anterior.

O déficit esperado para a conta de serviços foi mantido em US\$36 bilhões. A ligeira redução nos déficits das subcontas de transporte e viagens tem sido compensada pelo aumento dos gastos com outros serviços, como aluguel de equipamentos. Além disso, a inclusão das despesas com jogos e apostas¹ favorece o aumento do déficit dessa conta.

Para a conta de renda primária, a projeção de déficit foi revisada para cima, com maiores despesas líquidas com juros e, principalmente, lucros e dividendos, que devem igualar a marca do ano anterior, a maior em 10 anos. A nova projeção incorpora desempenho mais forte que o esperado de setores como agropecuária e indústria extrativa, além de queda nas receitas com investimentos no exterior. A projeção de gastos líquidos com juros, também majorada, reflete perspectiva de aumento em comparação a 2022 em razão dos maiores patamares das taxas básicas de juros nos países desenvolvidos.

Na conta financeira, a projeção para a entrada líquida de IDP foi reduzida para US\$65 bilhões (3,0% do PIB). Apesar do início de ano forte, continuando a tendência do ano passado, dados mais recentes incorporados à projeção ficaram abaixo do esperado, ensejando a revisão. No entanto, espera-se redução nas amortizações de empréstimos intercompanhia, que podem ter sido favorecidas pelas receitas advindas do comércio internacional de bens no primeiro semestre.

Para os investimentos em carteira, a projeção foi revisada da neutralidade para entradas de US\$10 bilhões. Além do saldo positivo concentrado em títulos observado no ano até julho, a revisão em relação ao Relatório anterior reflete melhora no ambiente para emissões de títulos no exterior, com redução da incerteza fiscal, resiliência maior que a esperada da atividade doméstica e estoque reduzido de títulos emitidos em moeda estrangeira, em relação ao pré-pandemia.

Projeção para 2024

As projeções para as contas externas em 2024 consideram avanço nas exportações maior do que nas importações em relação a 2023, com perspectiva de estabelecimento novo recorde de saldo comercial, US\$71 bilhões. A redução correspondente no déficit em transações correntes, no entanto, deve ser compensada por aumento no déficit de serviços, enquanto as despesas de renda primária devem ser ligeiramente menores. Assim, projeta-se déficit em transações correntes de US\$37 bilhões para 2024, equivalente a 1,6% do PIB.

No caso das exportações, o volume de vendas deve seguir em nível alto, refletindo perspectiva de mais uma boa safra de grãos. Além disso, em razão da composição da pauta exportadora e do carregamento estatístico dos níveis correntes de preços dos principais produtos, espera-se que os preços médios para o ano se situem em patamar moderadamente superior aos observados em 2023. No entanto, há riscos significativos ao cenário prospectivo, destacando-se as incertezas em relação ao clima, aumentadas pelo fenômeno climático *El Niño*, e as relacionadas à economia da China, principal destino de importantes itens da pauta de exportações brasileira, como minério de ferro e soja.

1/ As transações relativas a jogos e apostas anteriormente eram alocadas como ajustes de exportação e importação na conta de balança comercial. A partir de janeiro de 2023, a parcela referente à taxa de serviço paga para a empresa responsável pelo jogo ou aposta é alocada como serviços e a parcela de prêmios pagos e recebidos pelos ganhadores, alocados na renda secundária. Como todas as contas afetadas compõem o resultado de transações correntes, a mudança não altera o resultado agregado desta conta. Para mais informações, ver [Nota para a Imprensa do Setor Externo de abril de 2023](#).

Pelo lado das importações, em trajetória condizente com o ritmo da atividade econômica, projeta-se continuidade na recuperação gradual do volume de bens intermediários, principal categoria da pauta. Adicionalmente, os preços de importações médios em 2024 devem ser ligeiramente inferiores aos de 2023. O carregamento estatístico das séries de preços de importação é negativo nas categorias de bens intermediários e combustíveis.

A conta de serviços deve registrar déficit mais elevado, com aumento nos gastos com viagens internacionais, em maior convergência ao nível verificado antes da pandemia, e certa estabilidade nas outras rubricas. Para a conta de renda primária, espera-se aumento nos gastos líquidos com juros, em linha com os efeitos defasados do patamar mais alto de juros nas principais economias e de algum aumento no estoque de títulos no exterior. Já na conta de lucros e dividendos, a redução projetada para as despesas líquidas reflete moderação nos retornos após ganhos excepcionalmente altos no primeiro semestre de 2023.

O IDP deve atingir US\$75 bilhões, equivalente a 3,2% do PIB, seguindo dinâmica mais benigna esperada para o segundo semestre de 2023 e convergindo para patamar compatível com o pré-pandemia, em termos percentuais do PIB. Para os investimentos em carteira, esperam-se novas entradas líquidas, em magnitude semelhante a 2023. Apesar dos efeitos do ciclo de aperto monetário nas economias avançadas sobre a demanda por títulos negociados no mercado doméstico, o diferencial de juros deve seguir atraindo interesse estrangeiro, principalmente diante da percepção de risco fiscal mais moderado. Além disso, espera-se que, passado o momento mais agudo de estresse bancário nos países desenvolvidos no começo de 2023, as empresas brasileiras recomponham parte do estoque de títulos no exterior.

Gráfico 1 – Transações correntes

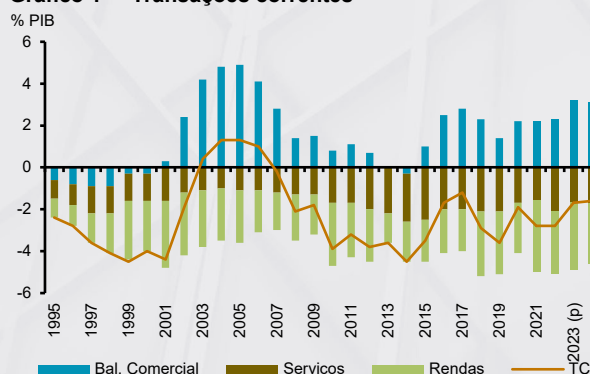
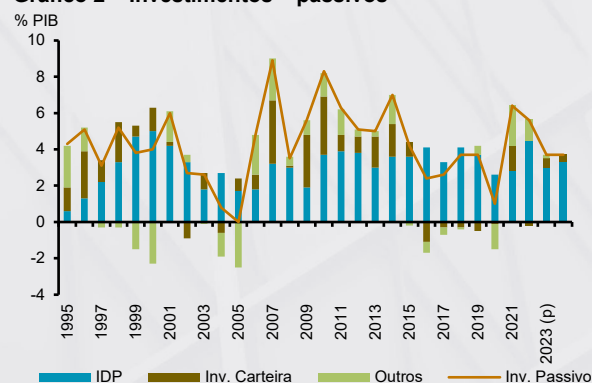


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



Evolução recente dos preços de alimentos no Brasil

A variação nos preços de alimentos tem sido um fator de grande relevância para a dinâmica da inflação no Brasil nos últimos anos. Entre 2020 e 2022, o grupo alimentação no domicílio acumulou alta de preços mais de duas vezes superior à variação do índice cheio do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (Tabela 1). O ano de 2023, por outro lado, tem sido marcado por queda dos preços de alimentos. Por trás desses movimentos há fatores globais, muito relacionados à pandemia de Covid-19, mas também fatores específicos do Brasil. Este boxe revisa a evolução da inflação de alimentos desse período e comenta os riscos derivados do fenômeno climático *El Niño* no momento atual.

Tabela 1 – IPCA, inflação de alimentos no domicílio e IC-Br

Variações em anos recentes (%)

	Peso	2019	2020	2021	2022	2023 (até ago)	Acum. 20-22
IPCA	100,0	4,3	4,5	10,1	5,8	3,2	21,7
Alimentação no domicílio	15,5	7,8	18,2	8,2	13,2	-1,8	44,8
Cereais, leguminosas e oleaginosas	0,9	12,9	60,4	-13,6	8,7	2,7	50,6
Farinhas, féculas e massas	0,5	-1,5	7,3	10,6	22,7	1,9	45,7
Tubérculos, raízes e legumes	0,8	-15,2	46,7	4,8	40,2	-15,0	115,3
Açúcares e derivados	0,8	2,8	11,1	18,4	10,8	5,3	45,7
Hortaliças e verduras	0,2	2,9	21,2	7,7	13,6	12,0	48,2
Frutas	1,1	7,3	25,4	3,4	24,0	1,5	60,7
Carnes	2,6	32,4	18,0	8,5	1,8	-9,7	30,3
Pescados	0,2	1,7	6,4	3,3	3,1	3,1	13,3
Carnes e peixes industrializados	0,7	5,2	15,9	9,3	4,5	-0,2	32,4
Aves e ovos	1,3	13,8	14,5	23,6	7,9	-6,3	52,6
Leites e derivados	2,0	1,9	16,8	5,7	22,1	3,1	50,8
Panificados	1,8	0,8	5,0	7,7	20,6	3,1	36,3
Óleos e gorduras	0,4	4,9	61,8	8,3	7,5	-17,4	88,3
Bebidas e infusões	1,7	-0,5	5,2	14,1	11,5	2,4	33,8
Enlatados e conservas	0,2	2,3	13,3	7,9	14,8	3,4	40,4
Sal e condimentos	0,4	8,3	7,0	8,2	14,3	4,9	32,3
Preços internacionais							
Câmbio (R\$/US\$)		5,7	25,3	9,8	-7,2	-5,2	27,6
IC-Br (US\$)		0,3	2,3	37,3	6,1	-5,7	49,0
IC-Br Agrícolas (US\$)		3,5	2,2	32,3	3,9	8,1	40,5
IC-Br Energéticas (US\$)		-7,1	-16,6	58,4	35,7	-34,9	79,2

Obs.: As variações se referem ao preço médio em dezembro em relação ao preço médio em dezembro do ano anterior. Para 2023, referem-se à variação entre dezembro de 2022 e agosto de 2023. Os pesos se referem a agosto de 2023.

2020: Pandemia de Covid-19 e depreciação do real

Em 2020 os preços dos alimentos aumentaram 18,2%, consideravelmente acima da inflação (4,5%), ambos medidos pelo IPCA (Tabela 1). De forma geral, a evolução dos preços ao longo do ano foi muito influenciada pelo impacto inicial da pandemia de Covid-19 e pela recuperação rápida de atividade e preços de *commodities* nos meses seguintes.

O início do ano foi marcado por queda nos preços de carnes, devolvendo parcialmente a forte alta do final de 2019.¹ A partir de março, os efeitos da pandemia dominaram a evolução dos preços de alimentos. Inicialmente a pandemia gerou queda nos preços das *commodities* internacionais (Gráficos 1 e 2) e, no Brasil, depreciação do câmbio (Gráfico 3). Ainda em março, a avaliação mediana dos analistas econômicos era de que o choque da pandemia seria desinflacionário no país.

Gráfico 1 – IC-Br em US\$

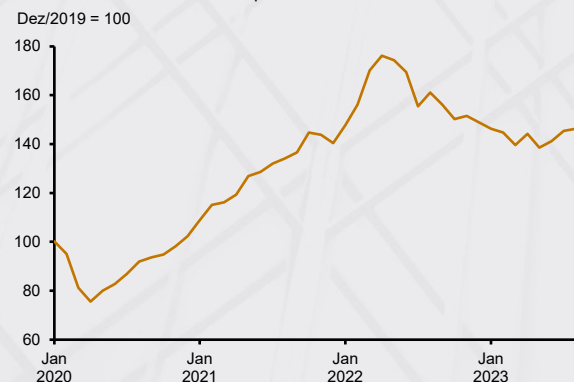
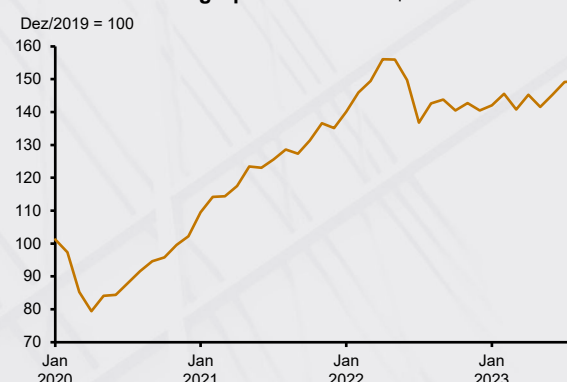
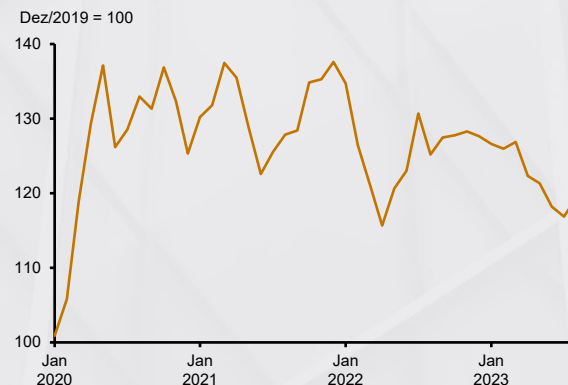


Gráfico 2 – IC-Br Agropecuária em US\$



A pandemia e as medidas de distanciamento social implicaram profunda recomposição da demanda das famílias. No geral, houve retração nos gastos com serviços, mais dependentes de contato pessoal, e aumento de gastos com bens. No caso específico da alimentação, as famílias passaram a consumir mais alimentos em casa, em detrimento do consumo em restaurantes e lanchonetes. Essa demanda adicional por alimentos no domicílio também foi sustentada por aumento nas transferências de renda, que tinham por foco assistir os trabalhadores prejudicados pelo fechamento da economia.

Gráfico 3 – Taxa de câmbio R\$/US\$



No segundo trimestre, já se observavam pressões iniciais nos preços de alimentos, tanto no atacado quanto ao consumidor, explicadas pela depreciação cambial, pela demanda mais elevada e por problemas logísticos resultantes da pandemia. Nesse período se destacaram as altas em alimentos *in natura*, arroz e feijão.

A recuperação da atividade econômica e dos preços internacionais foi rápida. Ao final do ano os preços das *commodities* agropecuárias em dólares já tinham voltado ao patamar pré-pandemia. Em reais, com a persistência da depreciação cambial, o Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) agropecuário terminou o ano 28% acima do nível do final de 2019. Os preços ao produtor no Brasil responderam a essa alta ao longo de todo o segundo semestre e, no caso de alguns produtos, apresentavam prêmios historicamente elevados em relação ao preço internacional.

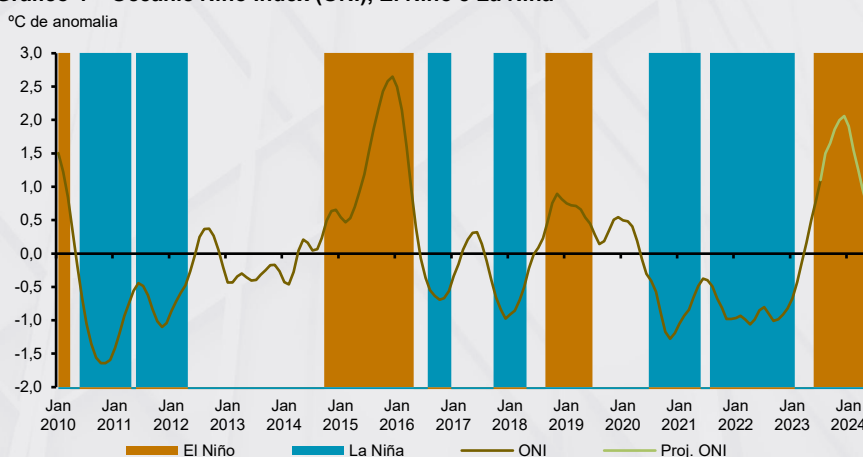
1/ A alta estava associada ao aumento das exportações de carne bovina para a China, que enfrentava os impactos da Peste Suína Africana (AFS na sigla em inglês). Para maiores detalhes, ver boxe [Choque no preço de carnes](#) do Relatório de Inflação de março de 2020.

A aceleração dos preços ao consumidor no segundo semestre refletiu aumentos disseminados. No ano, houve altas expressivas em subgrupos como óleos e gorduras (62%) e cereais, leguminosas e oleaginosas (60%).²

A depreciação do câmbio foi fundamental para o aumento da inflação de alimentos em 2020, dada a sensibilidade do segmento a variações do câmbio.³ A moeda brasileira destacou-se entre as de maior perda de valor no ano (25,3%), passando de 4,11 R\$/US\$ em dezembro de 2019 para 5,15 R\$/US\$ em dezembro de 2020 – e atingindo cotações acima do patamar de 5,50 R\$/US\$ em diversos momentos do período. Em especial, não se observou no período a correlação negativa entre câmbio e preço de commodities que caracterizou o período pré-pandemia.

Em relação ao clima, o final de 2020 é marcado pela formação do fenômeno climático *La Niña*, que persistiu de forma quase ininterrupta até o início de 2023 (Gráfico 4). O Relatório de Inflação de dezembro de 2020 já relatava os riscos advindos da anomalia climática, com revisão negativa para safras do ano seguinte e altas nos preços internacionais de commodities agrícolas.

Gráfico 4 – Oceanic Niño Index (ONI), El Niño e La Niña



A projeção de ONI segue a média dos modelos dinâmicos disponível no site do International Research Institute for Climate and Society (IRI), conforme projeções de 18.08.2023.

Fontes: NOAA e IRI

2021: La Niña, escassez hídrica e aumento dos preços de commodities

Em 2021 os preços de alimentos voltaram a apresentar variação forte (8,2%), ainda que abaixo da variação do IPCA agregado (10,1%). Dado o aumento no ano anterior, muito acima da inflação, os preços relativos de alimentos continuaram em patamar elevado.

A alta nos preços das *commodities*, observada desde meados do ano anterior, permaneceu como fator de pressão para os preços de alimentos e para os preços em geral em 2021. No ano, como em 2020, não se observou a correlação negativa usual entre preços de *commodities* e a taxa de câmbio. O IC-Br avançou 37% quando medido em dólares e 51% quanto medido em reais, reflexo de depreciação adicional do real. No caso do segmento agropecuário, as altas foram de 32% em dólares e 45% em reais.

2/ O subgrupo cereais, leguminosas e oleaginosas agrega essencialmente o arroz, com maior peso, e o feijão.

3/ A estimativa de repasse das variações do câmbio para os preços ao consumidor é maior para os alimentos do que para os outros segmentos de preços livres. Ver, por exemplo, o Gráfico 2c do boxe [Novo modelo desagregado de pequeno porte](#), publicado no Relatório de Inflação de março de 2021. Segundo o boxe [Decomposição da inflação de 2020](#) do Relatório de Inflação de março de 2021, a variação cambial contribuiu com 1,98 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta em 2020.

A alta generalizada nos preços das *commodities* resultou da persistência de fatores globais observados desde meados de 2020. A demanda seguiu favorecida por estímulos monetários e fiscais e por mudanças nas cestas de consumo em favor de bens, enquanto, do lado da oferta, gargalos nas cadeias produtivas globais mostravam-se prevalentes, em contexto de reabertura econômica limitada e novas ondas da Covid-19.

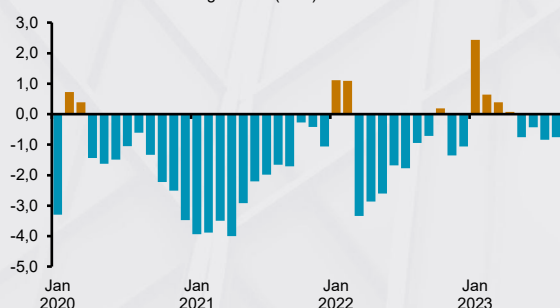
Os custos da produção agrícola e do transporte de alimentos sofreram aumentos expressivos no ano. Entre as *commodities* energéticas, houve alta do óleo diesel e do gás natural. Os preços de fertilizantes também subiram substancialmente, devido tanto à alta do preço de insumos, entre eles o gás natural, quanto às sanções econômicas contra a Bielorrússia, importante exportadora desses produtos.

Em âmbito local, apesar da safra recorde de soja no início do ano, algumas lavouras com colheita no restante de 2021 sofreram impacto relevante do clima menos favorável. Sob influência do *La Niña*, o Brasil passou por forte escassez hídrica (Gráficos 5a e 5b),⁴ com impacto negativo nas lavouras de cana-de-açúcar e na 2ª safra do milho.⁵ As chuvas abaixo do padrão inicialmente beneficiaram os preços de alimentos *in natura*, sensíveis ao excesso de precipitação. Contudo, a persistência das condições secas nos meses seguintes e a ocorrência de geadas acabaram por prejudicar a produção e os preços do segmento voltaram a subir. Ainda que com influência menor na safra de 2021, a estiagem e o frio atípico também prejudicaram o desenvolvimento dos cafezais, contribuindo para a quebra de safra do café no ano seguinte.

Gráfico 5a – Energia Natural Afluenta (ENA) no SE/CO

Desvios mensais em relação ao padrão típico

% da média histórica de longo termo (MLT) anual

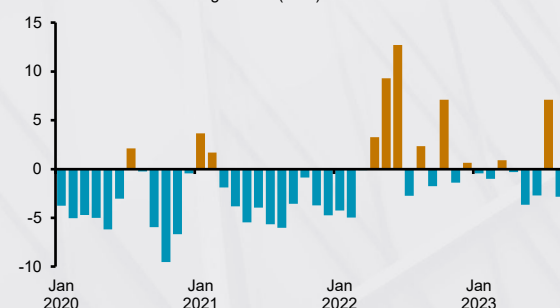


Fonte: ONS, elaboração BC

Gráfico 5b – Energia Natural Afluenta (ENA) no Sul

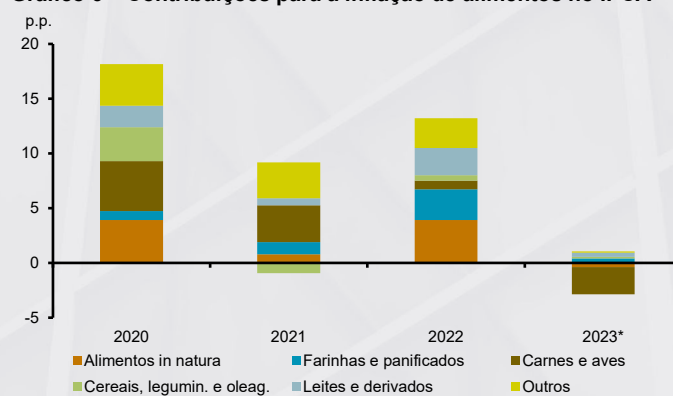
Desvios mensais em relação ao padrão típico

% da média histórica de longo termo (MLT) anual



Fonte: ONS, elaboração BC

Gráfico 6 – Contribuições para a inflação de alimentos no IPCA



Fonte: IBGE, elaboração BC

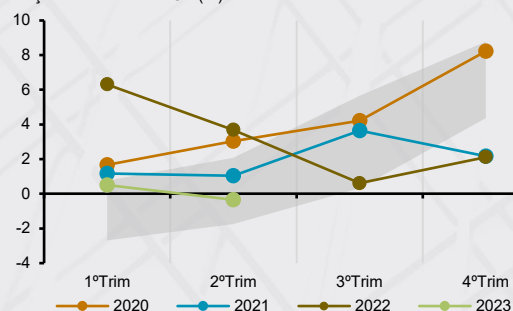
* Nos oito meses até agosto

4/ A Energia Natural Afluenta (ENA) é uma medida relacionada à vazão dos rios que alimentam usinas hidrelétricas em cada subsistema do Sistema Interligado Nacional (SIN) de energia. Neste box, os gráficos do ENA são usados como indicadores aproximados para as chuvas no agregado das regiões.

5/ Entre as edições de janeiro e dezembro do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as estimativas para as safras de milho (2ª safra) e cana-de-açúcar foram revisadas em -20% e -9%, respectivamente.

Gráfico 7a – Alimentação no domicílio

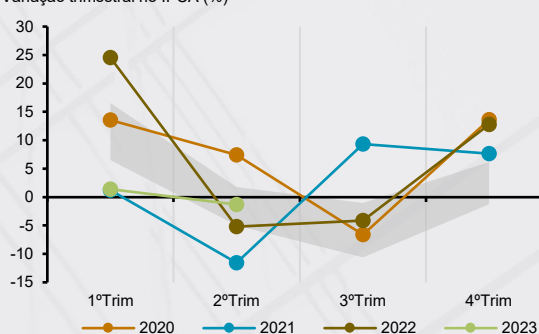
Varição trimestral no IPCA (%)



Obs: O intervalo interquartil em cinza usa variações de 2000-2019.
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 7b – Alimentos in natura

Varição trimestral no IPCA (%)



Obs.: Incluem tubérculos, raízes e legumes, frutas, hortaliças e ovos.

Gráfico 7c – Cereais, leguminosas e oleaginosas

Varição trimestral no IPCA (%)

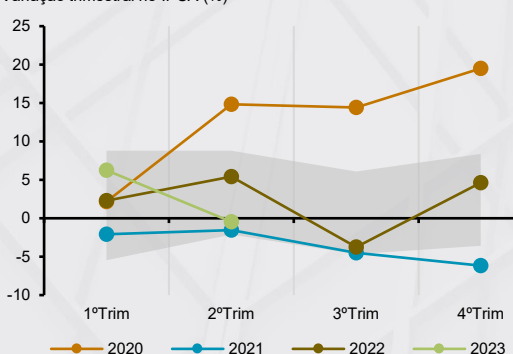


Gráfico 7d – Leites e derivados

Varição trimestral no IPCA (%)

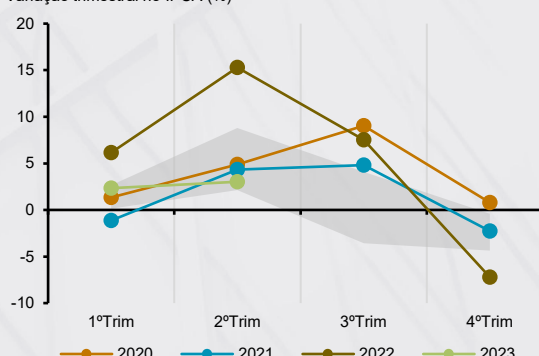


Gráfico 7e – Carnes e aves

Varição trimestral no IPCA (%)

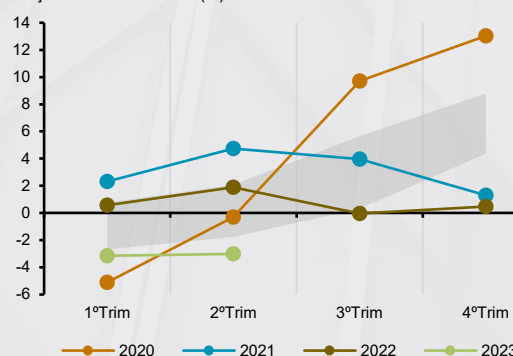
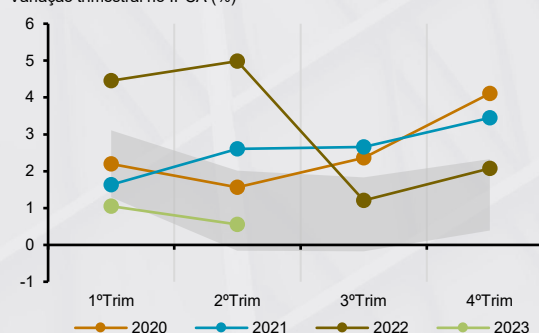


Gráfico 7f – Outros alimentos

Varição trimestral no IPCA (%)



Obs.: Incluem os alimentos não listados nos gráficos 7a-7e.

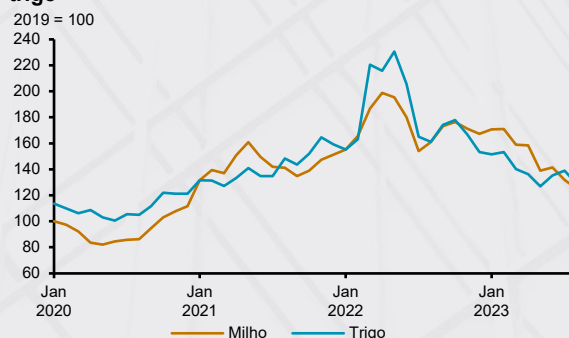
2022: Guerra na Ucrânia e arrefecimento de preços no 2º semestre

O ano de 2022 foi marcado por alta mais forte nos preços de alimentos no 1º semestre e desaceleração no 2º semestre, movimento em linhas gerais similar ao de outros segmentos do IPCA. No ano completo, os preços de alimentos no domicílio aumentaram 13,2%, enquanto o IPCA cheio, favorecido por medidas de desoneração tributária, apresentou variação significativamente mais baixa (5,8%).

No início do ano, os preços internacionais de *commodities* agrícolas subiram rápida e intensamente com o início da guerra na Ucrânia. Foram afetados, em particular, os preços do milho e do trigo (Gráfico 8), muito exportados por Ucrânia e Rússia, e do óleo de soja, na medida em que esses países são exportadores de

produtos substitutos (entre eles o óleo de girassol). Alguns países passaram a limitar suas exportações agrícolas por preocupações com a sua segurança alimentar, o que também contribuiu para a alta dos preços internacionais.

Gráfico 8 – Preços internacionais (US\$) de milho e trigo



Fonte: Bloomberg, série encadeada do 2º contrato futuro

Após o período inicial de incertezas relacionadas ao conflito, a perspectiva de normalização das exportações de grãos da Rússia e Ucrânia levou a recuos nos preços internacionais de grãos. Nos meses seguintes e em 2023, no entanto, os riscos para a continuidade do fluxo de grãos da região continuaram relevantes, com reflexos nos preços.

Ainda que o componente agropecuário do IC-Br tenha subido apenas 3,9% no ano como um todo, o indicador chegou a atingir, em abril, pico mensal 15% acima do nível do final de 2021. A taxa de câmbio voltou a apresentar a correlação negativa típica com o preço das *commodities*, padrão que não foi observado nos dois anos anteriores. O real apreciou até abril e, com o recuo das *commodities*, passou a apresentar depreciação, compensando parcialmente as variações dos preços em dólar.

No ano como um todo, o clima – ainda sob influência do *La Niña* – continuou atuando no sentido de pressionar os preços dos alimentos. Na transição entre 2021 e 2022, houve melhora da situação hídrica, com chuvas mais próximas do padrão usual na região Sudeste/Centro-Oeste do Sistema Integrado Nacional. No entanto, houve escassez de chuvas nos estados do Sul do Brasil e no sul do Mato Grosso do Sul, que levou a quebra parcial da safra de soja no início do ano. A estiagem também contribuiu para a restrição da oferta de leite, já pressionada pela alta dos custos de produção, e para a baixa produtividade das lavouras de café. No último trimestre do ano de 2022, chuvas intensas e antecipadas em relação ao padrão sazonal típico levaram a alta forte nos preços de alimentos *in natura*.

A evolução dos preços de alimentos ao consumidor espelhou, em geral, a evolução das cotações das *commodities* agrícolas. Após um primeiro trimestre já com variação forte de preços, mais associada a efeitos climáticos sobre a oferta de alimentos *in natura*, o aumento de preços do grupo alimentação no domicílio no segundo trimestre foi disseminado. Houve alta expressiva de panificados, farinhas e óleos, que podem ser associados ao menos em parte aos efeitos imediatos da guerra na Ucrânia. A partir do terceiro trimestre, os preços ao consumidor passaram a arrefecer, à medida que as *commodities* internacionais e o custo dos insumos do setor recuavam.

A queda nos preços da carne e do leite no segundo semestre de 2022 também refletem fatores específicos, que se prolongaram em 2023. No caso do leite, além da queda de preço de insumos, houve aumento relevante da importação de produtos lácteos do Mercosul. No caso da carne, teve início ciclo mais forte de oferta de boi gordo, com aumento do abate de fêmeas.

2023: Apreciação cambial e preços domésticos de grãos e do boi gordo em queda

A evolução de preços observada em 2023 estende, em parte, as tendências mais favoráveis observadas desde o segundo semestre de 2022, com melhora mais disseminada entre os componentes do grupo alimentação no domicílio no IPCA.

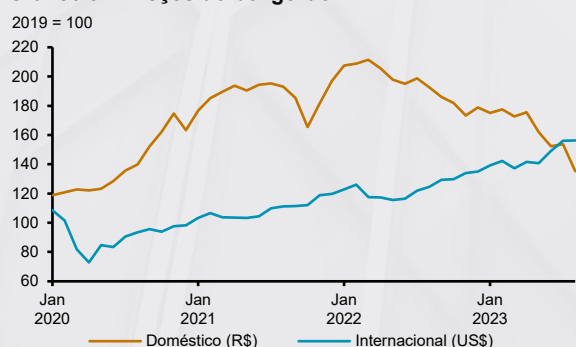
No início do ano houve quebra nas safras de grãos do sul do país, também observada na Argentina, ainda reflexo de estiagem associada ao *La Niña*. Mesmo com essa quebra, mais localizada, o Brasil deve colher no ano safras recordes de soja e de milho, com crescimento esperado de 19% na colheita de grãos em relação a 2022.⁶ As dificuldades logísticas de escoamento geraram prêmios historicamente baixos para os preços domésticos e a apreciação cambial também contribuiu para recuo forte nos preços domésticos dos grãos, em especial do milho.

Ainda que o repasse para os preços finais não seja mecânico, a queda do preço doméstico dos grãos tem impacto no custo das rações animais e favorece a oferta de proteínas de frango e de porco, além do leite e de ovos. Completam o quadro favorável para a oferta de produtos pecuários a disponibilidade elevada de boi gordo para o abate, função de ciclo específico do setor, e as importações de lácteos em patamar alto. Do ponto de vista da demanda, a suspensão temporária de exportações de carne para a China no 1º semestre⁷ e os preços de exportação do produto em patamar mais baixo do que no ano anterior também contribuíram para preços menores no mercado interno.

O preço agregado de *commodities* agrícolas no IC-Br tem mostrado alta moderada em 2023, quando medido em dólares, movimento que contrasta com a evolução observada nos preços domésticos. Além da apreciação cambial e dos prêmios mais baixos dos preços locais de alguns produtos, a diferença pode ser explicada por trajetória de alta em *commodities* específicas, como o suco de laranja, e, em especial, pela divergência de preços entre o boi gordo no Brasil e nos EUA. Enquanto a arroba do boi gordo no Brasil continuou recuando expressivamente em 2023, o preço equivalente nos EUA, que compõe o IC-Br, apresenta tendência continuada de alta (Gráfico 9).

À queda do preço de grãos e das proteínas no Brasil se somam o recuo intenso no preço de fertilizantes e a apreciação cambial no ano, com impactos mais disseminados entre os produtos. De forma agregada, os preços dos alimentos ao consumidor têm apresentado variação negativa (-1,82% no acumulado do ano até agosto, -0,62% na variação em 12 meses), com contribuição relevante para o movimento de desinflação mais geral. As expectativas extraídas da pesquisa Focus para a inflação de alimentos em 2023 tem acompanhado esses movimentos e apresentam queda forte desde o início do ano (Gráfico 10).

Gráfico 9 – Preços do boi gordo



Fonte: Bloomberg, série encadeada do 2º contrato futuro (internacional) e preço à vista (doméstico)

Gráfico 10 – Mediana das expectativas Focus para a inflação de alimentos em 2023 e 2024



Do ponto de vista climático, o fenômeno *La Niña* arrefeceu no início de 2023, com a transição do ONI⁸ para patamar neutro, o que contribuiu para a normalização das chuvas no sul do Brasil e Argentina e para a melhora das perspectivas da produção norte-americana de grãos. Nos meses seguintes confirmou-se a formação do fenômeno *El Niño*, com projeção de que atinja intensidade elevada no final do ano.

6/ Estimativa com base no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE. Estimativa equivalente da Conab é de crescimento de 18,4% na safra de grãos.

7/ As exportações de carne bovina do Brasil para a China foram suspensas por um mês, após caso atípico de encefalopatia espongiforme bovina, popularmente conhecida como “doença da vaca louca”, no Pará.

8/ Sigla para *Oceanic Niño Index*. Essa medida reflete as anomalias de temperatura no Oceano Pacífico que definem a ocorrência do *El Niño* e do *La Niña*.

Cenário para os próximos meses e 2024

A alta dos preços de alimentos no Brasil entre 2020 e 2022 reflete fatores globais, como os derivados da pandemia de Covid-19, e domésticos. A tendência mais favorável desde o segundo semestre do ano passado também responde a fatores diversos, entre eles o recuo do preço de parte importante das *commodities*, a apreciação do real e a oferta elevada de boi gordo no país.

Nos próximos meses, o cenário de referência do Banco Central incorpora reversão dessa tendência de queda nos preços, principalmente por impactos de grandeza limitada derivados do *El Niño*. Existe incerteza relevante em relação à magnitude e ao momento desses impactos, que, no curto prazo, tendem se manifestar em preços mais elevados de produtos *in natura*, sensíveis a temperaturas mais altas e chuvas mais intensas e irregulares. Além desse efeito esperado sobre alimentos *in natura*, as altas recentes nos preços internacionais do açúcar e do arroz podem estar em parte relacionadas ao fenômeno climático, com escassez de chuva no sudeste asiático.

Em particular, no caso do arroz, a alta dos preços internacionais adiciona risco altista para os preços domésticos do grão, que ainda apresentam disponibilidade interna reduzida. Além da queda na safra do início do ano, reflexo dos períodos de estiagem na região Sul associados ao *La Niña*, as exportações de arroz em 2023 têm sido robustas. Esse risco para os preços internos, mais acentuado para os meses finais do ano, é mitigado pela perspectiva de chuvas mais abundantes na região Sul do país com a transição para o *El Niño* e por safra maior do grão no primeiro semestre de 2024.⁹

Para 2024, estimativas do setor agrícola brasileiro apontam para expansão menor da área plantada total, em função de rentabilidade mais baixa, o que sugere menor espaço para novas quedas expressivas no preço dos grãos. Na pecuária, apesar de relatos de que o ciclo de oferta mais alta do boi gordo se estenda até 2024, a Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) recentemente projetou relativa estabilidade nos abates e alta moderada nos preços em relação a 2023. Na avicultura, a influenza aviária de alta patogenicidade permanece como risco para o setor, tanto do ponto de vista da oferta, quanto por eventuais impactos sobre as exportações brasileiras.

Em nível global, há evidências de que o *El Niño* tenha impacto negativo sobre a produtividade de culturas de milho, arroz e trigo, ainda que possa beneficiar a produtividade das lavouras de soja. Um evento mais extremo do que o antecipado atualmente pode ter impactos pronunciados. O Questionário Pré-Copom¹⁰ referente à reunião de setembro do comitê incorporou pergunta sobre impacto em caso de *El Niño* com intensidade similar à de 2014/2015. A mediana das respostas obtidas indica efeito potencial significativo, de 0,85 pp no IPCA acumulado entre 2023 e 2024. Desse efeito potencial, a mediana indica que 0,20 pp estão incorporados à atual projeção dos analistas.

Tabela 2 – Impactos sobre o IPCA em caso de El Niño similar ao de 2014/2015
Impacto potencial e impacto incorporado à projeção - Percentis 25, 75 e mediana do QPC

	2023			2024			Acumulado 23-24		
	p25	Med	p75	p25	Med	p75	p25	Med	p75
Potencial	0,10	0,20	0,38	0,30	0,58	1,08	0,50	0,85	1,50
Incorporado	0,00	0,00	0,10	0,00	0,10	0,28	0,00	0,20	0,38

Resposta dos participantes do QPC à pergunta: "Qual o impacto potencial na inflação caso o El Niño tenha intensidade similar ao evento de 2014/2015? Quanto disso está incorporado na sua projeção?"

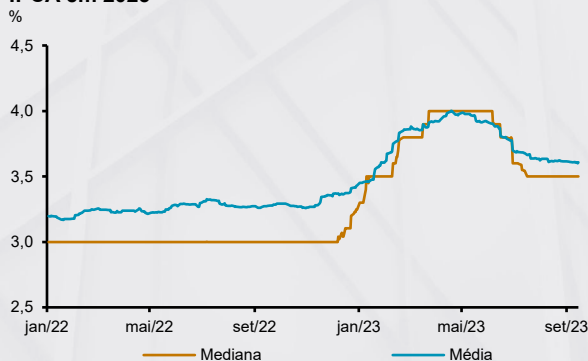
9/ Ver, por exemplo, estatísticas e projeções da Conab para as safras 2022/2023 e 2023/2024 no documento [Perspectivas para a Agropecuária - V.11 2023-2024](#).

10/ Mais informações sobre o Questionário Pré-Copom podem ser obtidas em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/precopom>.

Dispersão das expectativas para a inflação de 2025

Na virada de 2022 para 2023 as expectativas de inflação dos analistas econômicos para horizontes mais longos desancoraram da meta de inflação. A mediana das expectativas coletadas pela pesquisa Focus para a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2025, por exemplo, passou de 3% em 01/dez para 4,0% em 24/mar. Diversos fatores foram levantados na ocasião como potenciais explicações para a desancoragem, dentre eles, a possibilidade de que a meta de inflação viesse a ser alterada.¹ O Conselho Monetário Nacional (CMN) confirmou a meta de 3,0% no final de junho de 2023 e as expectativas de inflação longas recuaram nas semanas seguintes, corroborando a hipótese de que a possibilidade de mudança de meta era, de fato, um fator explicativo cujo impacto tinha magnitude relevante. Contudo, a reancoragem das expectativas foi parcial, para 3,5%, sugerindo que outros fatores permanecem relevantes.

Gráfico 1 – Expectativas Focus para a variação do IPCA em 2025



Buscando melhor entendimento dos motivos pelos quais as expectativas de inflação reancoraram apenas parcialmente, este boxe explora a dispersão das projeções que os analistas econômicos reportam na pesquisa Focus e no Questionário Pré-Copom (QPC), para inflação e outras variáveis. A análise apresentada neste boxe considera 21 variáveis explicativas, cobrindo os temas de inflação, atividade econômica, mercado de trabalho, economia internacional, política fiscal e monetária.² Em geral, as variáveis explicativas referem-se a projeções dos analistas para o ano de 2024.³ O período de análise é o que sucede a decisão do CMN. No caso do IPCA cheio, dados da pesquisa Focus referentes às datas críticas que antecederam as reuniões do Copom de setembro e agosto.⁴ Para as demais variáveis, foram considerados dados dos QPCs referentes às reuniões do Copom de setembro (257^a), agosto, (256^a) e, apenas para estimativas de juro neutro e Produto Interno Bruto (PIB) potencial, junho (255^a)⁵.

1/ Ver, por exemplo, a ata da 252^a reunião do Copom (fev/23): “O Comitê notou com especial preocupação a deterioração das expectativas de inflação de prazos mais longos. Tal deterioração pode ter ocorrido por diversas razões, destacando-se, dentre esses fatores, uma possível percepção de leniência do Banco Central com as metas estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional, uma política fiscal expansionista, que pressiona a demanda agregada ao longo do horizonte de projeções, ou a possibilidade de alteração das metas de inflação ora definidas.”

2/ Trata-se de um subconjunto selecionado das variáveis testadas. Não são apresentados todos os resultados para manter o boxe conciso.

3/ As projeções para 2023 em geral se mostraram menos relevantes do que as projeções para 2024.

4/ Da pesquisa Focus apenas o IPCA foi utilizado, pois o QPC não inclui projeções para 2025.

5/ O QPC do Copom 255 foi utilizado apenas para as variáveis juro neutro e PIB potencial, que foram coletadas pela última vez nesse questionário. Trata-se de variáveis que em tese são revisadas em menor frequência. Na análise que segue, avaliou-se em que medida essas variáveis ajudam a explicar a projeção de inflação dos analistas em setembro.

Subjacente à análise está a ideia de que o motivo pelo qual um analista prevê inflação acima da meta em 2025 pode transparecer nas suas projeções para outras variáveis, como inflação nos Estados Unidos da América (EUA) – caso pense que se trate de um fenômeno global de persistência inflacionária –, hiato do produto – caso tenha em mente um canal clássico de demanda agregada –, etc. A análise pressupõe que haja alguma consistência entre as projeções de uma instituição para as diferentes variáveis macroeconômicas⁶ e que haja alguma similaridade entre os mecanismos econômicos considerados pelos diferentes analistas em suas projeções⁷.

A fim de se investigar as relações entre as projeções para a inflação em 2025 e as demais variáveis projetadas pelos analistas, usou-se o seguinte modelo com dados em painel⁸:

$$IPCA_2025_{i,t} = \alpha_t + \beta X_{i,t} + u_{i,t},$$

no qual $IPCA_2025_{i,t}$ representa a projeção para a variação do IPCA em 2025 do analista i no momento t (Copom 256 ou 257), $X_{i,t}$ é a projeção para uma variável do conjunto avaliado e $u_{i,t}$ é o termo de erro. Nesse modelo, α_t representa efeitos-fixos de tempo e β representa a inclinação da relação entre as variáveis.

A tabela 1 mostra o resultado das regressões das projeções para o IPCA 2025, obtidas da pesquisa Focus, contra cada uma das 21 variáveis explicativas consideradas na análise. Os gráficos 2 a 5 apresentam de forma visual a relação entre o IPCA 2025 e variáveis selecionadas.

Tabela 1 – Resumo da análise univariada

		painel?	n	R ² aj.	β	p-valor β ¹
Inf.	IPCA 2024	x	264	0,19	0,54	0,00
	IPCA Serv. 2024	x	144	0,03	0,15	0,00
Ativ. e MT.	Cresc. PIB 2024	x	201	0,00	-0,06	0,46
	Cresc. potencial		79	-0,01	0,07	0,67
	Hiato 24Q4		60	-0,01	0,03	0,48
	Δ Hiato 2024		60	-0,01	-0,08	0,45
	Tx. Desemprego 2024		71	0,05	-0,17	0,10
	Δ Desemprego 2024		71	-0,01	0,00	0,99
Ext.	Cresc. PIB China 2024	x	158	0,00	0,11	0,29
	Cresc. PIB EUA 2024	x	160	-0,01	0,02	0,82
	Inflação CPI EUA 2024	x	150	0,03	0,29	0,07
	Preço Brent 2024 (+10)	x	150	0,00	0,09	0,09
	Δ PreçoBrent 2024 (+10)	x	150	-0,01	-0,04	0,62
Fiscal	Result. Primário/PIB 2024	x	153	0,04	-0,27	0,04
	Δ Result.Primário/PIB 2024	x	153	0,00	-0,18	0,16
	Despesa Gov./PIB 2024	x	131	0,02	0,12	0,02
	DBGG/PIB 2032	x	147	0,00	0,01	0,32
Monet.	Câmbio 2024	x	196	0,00	0,24	0,20
	Δ Câmbio 2024	x	196	0,01	0,02	0,11
	Selic	x	197	0,04	0,17	0,01
	Juro Neutro		81,0	0,03	0,12	0,17

¹ Calculado usando erros-padrão robustos à heterocedasticidade. Em negrito, p-valor < 0.1

- 6/ Na prática, alguns fatores podem fazer com que as projeções de uma instituição não sejam internamente consistentes entre si. É possível que: (i) alguns analistas optem por projetar separadamente cada variável, sem levar em consideração possíveis interrelações; (ii) analistas diferentes projetem variáveis diferentes; (iii) algumas variáveis sejam consideradas menos importantes que outras que não recebam a mesma atenção; (iv) projeções para variáveis diferentes não tenham sido atualizadas de forma síncrona, etc.
- 7/ É possível que as projeções de cada analista sejam internamente consistentes, mas que analistas diferentes enfatizem diferentes canais ao projetar as variáveis econômicas. No limite, se cada instituição enfatizar mecanismos diferentes de associação entre as variáveis, pode ser que não se encontre relação entre elas na *cross-section* de previsões ainda que as projeções sejam internamente consistentes.
- 8/ Para algumas variáveis – aquelas coletadas em um QPC específico – não foi possível estimar um painel. Nesses casos, rodou-se uma regressão análoga considerando apenas um período.

A qualidade do ajuste dessas regressões aos dados (R^2 -ajustado⁹) é baixa, ou seja, as variáveis têm individualmente baixa capacidade de explicar a diferença de expectativas para o IPCA 2025 entre os analistas. A baixa qualidade do ajuste pode ser indicativa de que a desancoragem tem múltiplas causas e que não pode ser bem explicada por apenas uma variável. Também é possível que a baixa qualidade do ajuste reflita, em alguma medida, problemas de consistência interna das projeções e divergência de mecanismos econômicos considerados pelos analistas, mencionados anteriormente (ver notas de rodapé 6 e 7). Ainda assim, sete dessas relações individuais são estatisticamente significativas, ao nível de significância de 10%, o que pode ser sugestivo dos canais que os analistas em geral têm em mente quando projetam inflação para um horizonte distante, neste momento.¹⁰

Gráfico 2 – IPCA 2025 x IPCA 2024

Desvio em relação à média do corte seccional no período

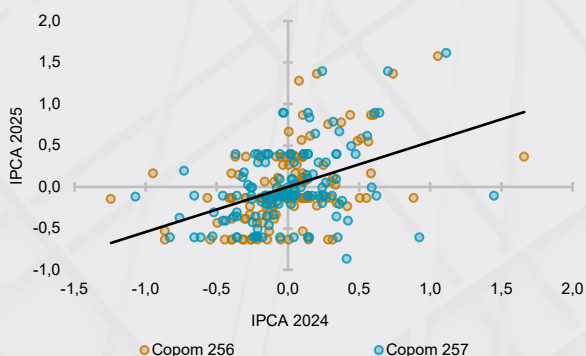


Gráfico 3 – IPCA 2025 x Taxa de desocupação 2024

Desvio em relação à média do corte seccional no período

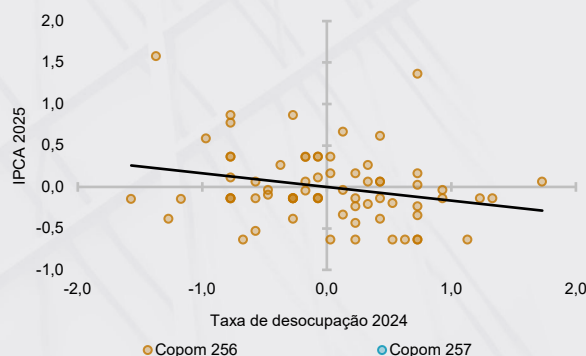


Gráfico 4 – IPCA 2025 x Resultado primário 2024

Desvio em relação à média do corte seccional no período

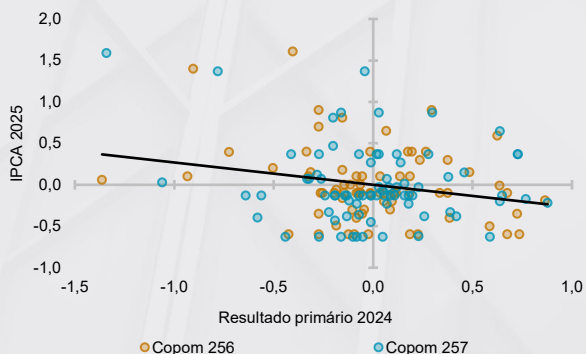
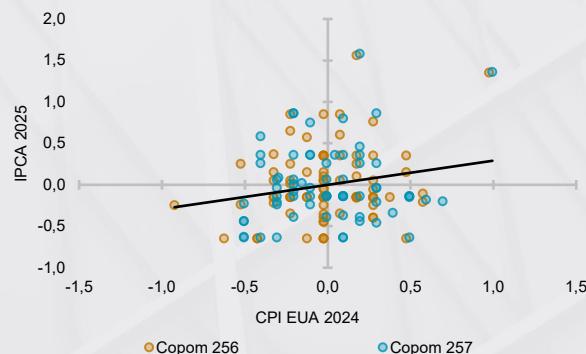


Gráfico 5 – IPCA 2025 x CPI EUA 2024

Desvio em relação à média do corte seccional no período



A associação mais forte ocorre com a projeção para a inflação em 2024. Em média, um analista com projeção 1 p.p. mais elevada que outro para a inflação em 2024 também tem projeção 0,54 p.p. mais elevada para a inflação em 2025. Pode haver um mecanismo causal direto, dado pela inércia inflacionária, mas também é provável que fatores que explicam a visão geral do analista sobre a inflação no médio e longo prazo afetem tanto suas projeções para 2025 quanto para 2024. As expectativas para a inflação de serviços em 2024 também têm poder explicativo, mas não tão grande quanto a própria inflação cheia.¹¹

Considerando as variáveis de atividade e mercado de trabalho, nenhuma se mostrou capaz de explicar a dispersão das projeções de inflação dos analistas. Em parte, o resultado pode refletir o fato de que para a maior parte dessas variáveis não foi possível contar com a análise em dados de painel – o que reduz o número de observações e a precisão do estimador. A variável que chegou mais perto de apresentar significância

9/ Por tratar-se de modelos com a mesma variável dependente, a comparação da qualidade do ajuste entre modelos tem significado. Contudo, sobra a ressalva de que a amostra difere entre os modelos, já que algumas variáveis têm mais respondentes que outras ou cobre mais períodos que outras.

10/ Contudo, vale a ressalva de que, quando múltiplas associações são testadas, alguns resultados se mostrarão significativos ainda que não haja relação nenhuma entre as variáveis.

11/ Todos os componentes da inflação para 2024 (administrados, alimentação, industriais e serviços) mostraram algum poder explicativo.

estatística foi a taxa de desemprego, com p-valor pouco superior a 10%. A estimativa pontual sugere que um analista com projeção de desemprego 1 p.p. maior que outro tem, em média, projeção de inflação 0,17 p.p. mais baixa.

Entre as variáveis de economia internacional, apenas as expectativas de inflação nos EUA e o preço do petróleo tipo *Brent* se mostraram relevantes. Em média, um analista com projeção 1p.p. mais elevada que outro para a inflação nos EUA em 2024 tem projeção 0,29 p.p. maior para a inflação no Brasil em 2025, sugerindo que a percepção de persistência da inflação global é um fator explicativo para a desancoragem das expectativas.¹² No caso do preço do petróleo, um analista que projeta preço US\$10 maior que outro tem em média projeção de inflação 0,09 p.p. mais elevada.

Pelo lado das variáveis fiscais, tanto o resultado primário quanto as despesas do governo central em 2024, ambas como proporção do PIB, mostraram-se relevantes. Um analista que projeta deficit primário 1 p.p. mais elevado que outro, como proporção do PIB, tem em média uma projeção 0,27 p.p. mais elevada para a inflação em 2025. E um analista que projeta despesas 1 p.p. mais elevadas tem em média projeção 0,12 p.p. maior. As projeções dos analistas para a razão Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)/PIB em 2032 – variável que visa capturar a percepção em relação a sustentabilidade da dívida – não mostrou poder explicativo.

Finalmente, pelo lado das variáveis monetárias, apenas a projeção para a taxa Selic no final de 2024 mostrou significância estatística. A projeção para a taxa Selic mostrou-se positivamente correlacionada com as expectativas de inflação – sugerindo expectativa de reação do Banco Central a uma pior dinâmica da inflação. Em média, um analista com projeção 1p.p. mais alta que outro para Selic no final de 2024 tem projeção de inflação para o IPCA em 2025 0,17 p.p. mais alta. A princípio não é claro qual sinal da associação deveríamos esperar. Por um lado, a condução da política monetária é tal que, quando há alta da inflação ou das expectativas de inflação, a taxa Selic sobe (associação positiva). Por outro, há a relação econômica entre aumento de juros e queda da inflação (associação negativa), que pode se dar por diversos canais de transmissão, dentre eles a demanda agregada. Dependendo do contexto, os analistas podem dar mais peso a um ou outro mecanismo em suas projeções.¹³

Considerando que a hipótese de percepção de leniência do Banco Central pelos analistas foi considerada quando houve a desancoragem das expectativas, cabe um comentário adicional sobre a relação encontrada para a Selic. A magnitude do coeficiente não deve ser usada para avaliar se há a percepção de que o Banco Central cumpre o chamado princípio da Taylor, segundo o qual um aumento de um ponto percentual na inflação deve ter como resposta um aumento de maior magnitude na taxa de juros nominal. Primeiro, porque o coeficiente da regra de Taylor é da relação inversa (juros explicados por inflação).¹⁴ Segundo, porque a relação encontrada pode refletir equilíbrio entre mecanismos com sinais distintos, como já mencionado.

A tabela 2 apresenta o resultado de um teste de robustez que visa avaliar a estabilidade das associações quando há adição de variáveis de controle. Para tanto, estimaram-se todas as combinações de regressão¹⁵ com até quatro variáveis explicativas, desde que a amostra tivesse cinquenta ou mais observações.¹⁶ Na tabela são apresentadas estatísticas descritivas do conjunto de estimações realizadas, agrupadas pela presença de cada variável. Por exemplo, a primeira linha apresenta estatísticas descritivas para o conjunto de estimações que incluem a variável “IPCA 2024” entre os regressores.

12/ Contudo, cabe a ressalva que a projeção para a inflação na Europa e na China não se mostraram relevantes.

13/ Na série temporal das variáveis propriamente ditas, a correlação entre a taxa Selic (acumulada no mês) e expectativas de inflação doze meses à frente suavizadas (média no mês dos dados diários do Focus) é 0,63.

14/ Considerando a regressão inversa – da projeção para a Selic no final de 2024 contra a projeção para a variação do IPCA em 2025 – o coeficiente encontrado foi 0,29.

15/ Seguindo a especificação mencionada anteriormente, com efeito fixo de tempo, sempre que a combinação de variáveis explicativas resultasse em dados de painel.

16/ Esse procedimento não é adequado quando a adição de controles visa estimação de um parâmetro causal. Neste box, o objetivo é apenas avaliar em que medida as correlações podem ser alteradas com a inclusão de outras variáveis.

Tabela 2 – Resumo da análise de robustez

		n.º de modelos	freq. painel	média obs.	estatísticas de coef(x)			
					média	desvio padrão	freq. sinal mantido	freq. sig. 10% ¹
Inf.	IPCA 2024	999	47%	90,6	0,81	0,16	100%	100%
	IPCA Serv. 2024	731	64%	90,3	0,14	0,06	99%	69%
Ativ. e MT.	Cresc. PIB 2024	999	47%	90,5	-0,03	0,11	62%	3%
	Cresc. potencial	366	0%	55,8	0,04	0,08	73%	0%
	Hiato 24Q4	293	0%	52,5	0,06	0,04	90%	7%
	ΔHiato 2024	293	0%	52,5	-0,09	0,05	97%	0%
	Tx. Desemprego 2024	563	0%	56,4	-0,19	0,10	100%	33%
	ΔDesemprego 2024	563	0%	56,4	0,10	0,15	79%	19%
Ext.	Cresc. PIB China 2024	798	59%	91,4	0,20	0,11	99%	30%
	Cresc. PIB EUA 2024	813	58%	91,7	-0,02	0,08	47%	0%
	Inflação CPI EUA 2024	766	61%	90,8	0,30	0,14	97%	29%
	Preço Brent 2024 (+10)	800	59%	90,3	0,11	0,06	98%	22%
	ΔPreçoBrent 2024 (+10)	800	59%	90,3	-0,05	0,09	67%	8%
Fiscal	Result. Primário/PIB 2024	839	56%	90,4	-0,29	0,19	97%	48%
	ΔResult.Primário/PIB 2024	839	56%	90,4	-0,09	0,23	79%	21%
	Despesa Gov./PIB 2024	576	82%	97,1	0,12	0,04	100%	73%
	DBGG/PIB 2032	754	62%	90,4	0,01	0,01	84%	8%
Monet.	Câmbio 2024	981	48%	90,9	0,22	0,24	82%	3%
	ΔCâmbio 2024	981	48%	90,9	0,02	0,01	97%	21%
	Selic	985	48%	90,7	0,15	0,09	95%	48%
	Juro Neutro	404	0%	55,9	0,12	0,07	99%	37%

¹ Calculado usando erros-padrão robustos à heterocedasticidade.

De modo geral, os resultados corroboram os apresentados na tabela 1. O valor médio dos coeficientes entre as centenas de estimativas para cada variável em geral é semelhante ao obtido na regressão univariada. O sinal do coeficiente frequentemente se mantém para grande parte das variáveis. Além disso, as variáveis que se mostraram estatisticamente significativas na análise univariada são as que mais frequentemente se mostram estatisticamente significativas nas diversas estimações.

Em resumo, os resultados sugerem que não há um único fator que explique a dispersão das expectativas dos agentes para a inflação em 2025. Considerando as projeções de variáveis macroeconômicas que melhor explicam a variação das expectativas de inflação entre os analistas econômicos, os fatores que parecem se sobressair são a inércia inflacionária, a persistência global da inflação, e a perspectiva de deficits primários ou gastos públicos mais elevados. Além disso, os analistas mais pessimistas com a inflação prospectiva projetam uma trajetória mais alta para a taxa Selic.

Esses resultados devem ser tomados com cautela e ser tratados como sugestivos, não como conclusivos, a respeito do que motiva os analistas econômicos a manterem suas projeções de inflação acima da meta de inflação.

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 PPC.²³

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 257ª reunião do Copom, realizada em 19 e 20.9.2023. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 15.9.2023, a menos de indicação contrária.

23/ 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			No trim. até ago.	12 meses até ago.
	Jun	Jul	Ago		
Cenário do Copom ^{1/}	-0,08	0,29	0,25	0,46	4,81
IPCA observado	-0,08	0,12	0,23	0,27	4,61
Surpresa (p.p.)	0,00	-0,17	-0,02	-0,19	-0,20

Fontes: IBGE e BC

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

A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, surpreendeu para baixo no trimestre encerrado em agosto, revelando-se 0,19 p.p. menor do que a esperada pelo Copom em seu cenário de referência de junho (Tabela 2.1.1). Em sentido contrário, a projeção de inflação de setembro foi revista de 0,26% no Relatório anterior para 0,38% no atual.²⁴

Em relação ao cenário de referência do Copom, a surpresa baixista no trimestre deveu-se principalmente ao segmento de alimentação no domicílio, em especial a variações mais baixas do que as previstas em alimentos semielaborados, como leite, carnes e frango. O componente subjacente da inflação de serviços também apresentou variação abaixo da antecipada no acumulado dos três meses. As surpresas baixistas, muito influenciadas pela evolução do item aluguel residencial, foram concentradas nos meses de julho e agosto e compensaram a variação mais alta observada em junho. No acumulado de junho a agosto, a variação de preços de bens industriais foi próxima à projetada no Relatório anterior, enquanto o segmento de administrados apresentou variação um pouco acima da prevista, reflexo de reajuste no preço de combustíveis, em especial da gasolina.²⁵

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

	Variação %			
	2023			
	Set	Out	Nov	Dez
Variação mensal	0,38	0,41	0,39	0,53
Variação trimestral	0,73	1,02	1,18	1,34
Variação em 12 meses	5,31	5,12	5,10	5,01

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 0,38% em setembro, 0,41% em outubro, 0,39% em novembro e 0,53% em dezembro (Tabela 2.1.2).

A revisão na projeção de setembro em relação ao Relatório anterior é concentrada no segmento de preços administrados, cuja variação no mês ainda deve refletir o reajuste do preço da gasolina aos distribuidores em meados de agosto. Por outro lado, a projeção de setembro para os preços de alimentação no domicílio foi reduzida, muito influenciada por nova queda esperada no preço da carne bovina.

O cenário de referência até dezembro contempla variações mais altas do que as observadas nos três

24/ A inflação divulgada no trimestre até agosto também foi inferior à esperada por analistas de mercado, enquanto a atual expectativa mediana para a inflação de setembro é maior do que a vigente na data de corte do Relatório anterior. A mediana da inflação acumulada em junho, julho e agosto projetada pelos participantes do Focus em 16.6.2023 foi 0,51%. Os percentis 10 e 90 da distribuição foram 0,25% e 0,86%, respectivamente. A projeção mediana do Focus para setembro era 0,30% em 16.6.2023 e aumentou para 0,41% na data de corte deste Relatório.

25/ Como indicado na seção Preços do Capítulo 1.2, houve alta expressiva do preço do petróleo *Brent* desde a data de corte do Relatório anterior.

meses até agosto, em linha com a sazonalidade mais alta do período. No caso dos preços de alimentação no domicílio, a projeção incorpora, além da sazonalidade menos favorável, impactos de grandeza limitada derivados do fenômeno climático *El Niño*. Existe incerteza relevante em relação à magnitude e ao momento desses impactos, que, no curto prazo, tendem se manifestar em preços mais elevados de produtos *in natura*.²⁶ Os preços de bens industriais devem seguir em trajetória de desinflação, em linha com a evolução ainda favorável nos preços ao produtor. Nos serviços, o cenário de referência contempla variações modestamente mais elevadas no componente subjacente até o final do ano, considerando que o patamar mais baixo registrado nas leituras de julho e agosto em parte refletiu movimentos idiossincráticos em componentes específicos, como aluguel residencial. De forma geral, permanece a perspectiva de desaceleração gradual do componente. Por fim, no cenário de referência, a variação mensal da média dos núcleos de inflação deve permanecer em patamar acima do compatível com a meta de inflação, mas dentro do intervalo que corresponde à banda de tolerância.

Após atingir mínimo do ano no mês de junho, a inflação acumulada em doze meses deve voltar a patamar acima de 5% em setembro, alta já antecipada desde os Relatórios anteriores e que reflete o fim dos efeitos diretos das desonerações tributárias implementadas em 2022 na medida interanual de inflação.

26/ No Questionário Pré-Copom referente à reunião do Copom em setembro, a projeção mediana dos analistas de mercado não incorpora efeitos do *El Niño* em 2023, embora estime impacto potencial relevante caso a intensidade do fenômeno se aproxime daquela observada em 2015/2016.

2.2 Projeções condicionais

Condicionantes

Os cenários para a inflação considerados são construídos utilizando vários condicionantes. A taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,90²⁷, 1% acima do valor considerado no Relatório anterior, de USD/BRL 4,85, e segue trajetória de acordo com a PPC²⁸ (Gráfico 2.2.1). As médias consideradas nos últimos trimestres de 2023, 2024, 2025 e 2026 são de USD/BRL 4,91, USD/BRL 4,96, USD/BRL 5,01 e USD/BRL 5,06, respectivamente.

Os valores de partida da taxa de câmbio e do preço do petróleo utilizados nas projeções têm como referência o período de cinco dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom. Esse procedimento busca captar os movimentos mais recentes dessas variáveis. Entretanto, como a taxa de câmbio e o preço do petróleo são bastante voláteis, as projeções ficam suscetíveis a movimentos de curtíssimo prazo dessas variáveis. Procurando reduzir essa suscetibilidade e em consonância com o praticado em outros bancos centrais, o Copom decidiu que adotará, no seu cenário de referência, a partir de sua próxima reunião, o período de dez dias úteis em vez de cinco para os valores de partida da taxa de câmbio e do preço do petróleo. Considera-se que assim se alcançará um melhor balanceamento entre utilização de informações mais recentes e menor sensibilidade a variações de alta frequência. Entretanto, essa alteração não impede o Comitê de analisar, em seu processo decisório, cenários utilizando outros critérios.

No caso da taxa Selic, a trajetória da mediana das expectativas extraídas da pesquisa Focus de 15.9.2023 é uma sequência, a partir da reunião de setembro, de oito quedas de 0,50 p.p. e uma de 0,25 p.p., chegando a 9,00% a.a. na reunião de setembro de 2024 (Gráfico 2.2.2). Nessa trajetória, a taxa Selic chega ao final de 2023, 2024, 2025, 2026 e 2027 em 11,75%, 9,00%, 8,50%, 8,50% e 8,50%, respectivamente²⁹. Os valores são inferiores aos da

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

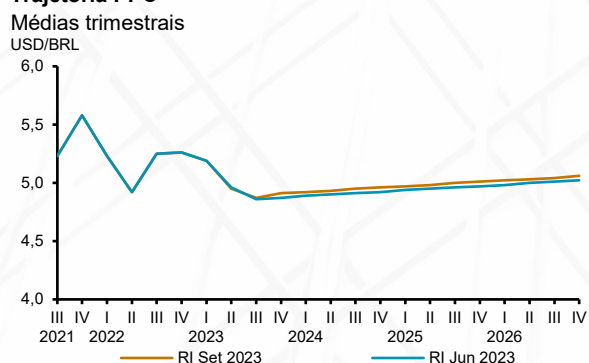
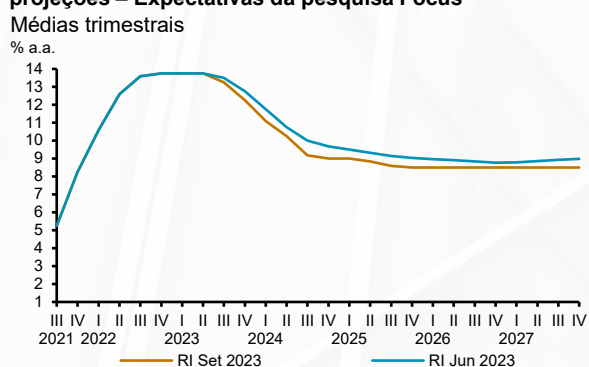


Gráfico 2.2.2 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus



27/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio USD/BRL observada nos cinco dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

28/ 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.

29/ 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.

pesquisa utilizada no Relatório anterior, realizada em 16.6.2023, de 12,25%, 9,50%, 9,00% e 8,75% nos finais de 2023, 2024, 2025 e 2026, respectivamente.

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, reduz-se de forma significativa ao longo de 2023 e depois tem recuperação parcial. A taxa de juros real neutra utilizada nas projeções é de 4,5% a.a. no horizonte considerado.³⁰ Os cenários também incorporam a ocorrência do fenômeno *El Niño*. Em termos de bandeira tarifária de energia elétrica, utiliza-se a hipótese de bandeira tarifária verde para dezembro de 2023, de 2024, de 2025 e de 2026.

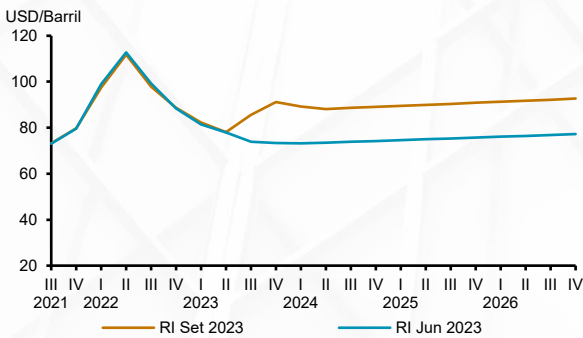
Com relação ao preço do petróleo considerado nas projeções, parte-se de valor em torno da média dos preços vigentes na semana anterior à reunião do Copom. Utiliza-se a hipótese de que o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado pelos próximos seis meses, alcançando cerca de US\$88/barril, e passa a aumentar 2% ao ano a partir de então (Gráfico 2.2.3). O preço do petróleo aumentou de forma significativa desde o Relatório passado. Na comparação com o Relatório anterior, o preço do petróleo médio considerado para o quarto trimestre de 2023 é cerca de 24% 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

Os preços de *commodities* energéticas e agropecuárias apresentaram crescimento desde o Relatório anterior, pressionando o IC-Br medido em dólares. Quando se compara a média considerada para o

Gráfico 2.2.3 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais



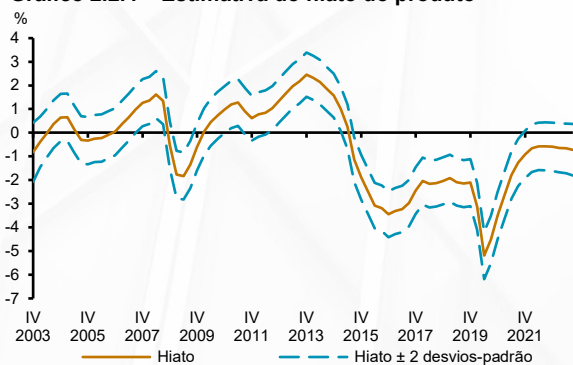
Fontes: Bloomberg e BC

30/ Para diversas estimativas da taxa neutra, ver o boxe [Medidas de taxa de juros real neutra](#), do Relatório de junho de 2023.

terceiro trimestre de 2023 com a média do trimestre anterior, verifica-se aumento de 3,4% nesse indicador. Nessa comparação, os segmentos agropecuária, metal e energia variaram 3,7%, -1,6% e 6,2%, respectivamente.

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.³¹ 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 Getulio Vargas (FGV), a taxa de desocupação medida pelo IBGE e o estoque de empregos formais medido pelo Novo Caged do MTE.³² 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.

Gráfico 2.2.4 – Estimativa do hiato do produto



Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2023T3.

Utilizando a metodologia descrita acima, o hiato do produto estimado, que vinha em trajetória de fechamento, iniciou movimento de abertura no segundo semestre de 2022 (Gráfico 2.2.4). O hiato do produto é estimado em -0,7% no segundo e terceiro trimestres de 2023, respectivamente³³, ante os valores de -1,2% e -1,4%, respectivamente, utilizados no Relatório anterior. Indicadores de atividades mais fortes do que o esperado, em especial, o PIB do segundo trimestre³⁴ e a taxa de desocupação, e revisão das projeções de curto prazo desses indicadores contribuíram para a estimativa de um hiato mais fechado realizada pelo modelo. 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 positiva. O PIB subiu 0,9% no segundo trimestre de 2023, na comparação com o trimestre anterior, ajustado sazonalmente, ante aumento de 1,8% no trimestre anterior. Em razão da surpresa positiva no segundo trimestre, a projeção de crescimento

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

32/ Utilizam-se séries ajustadas sazonalmente.

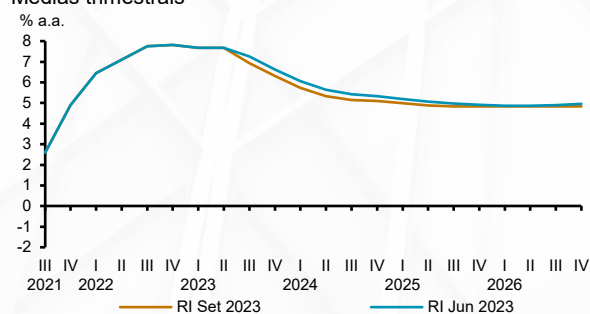
33/ Para o terceiro trimestre de 2023, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

34/ Ver seção 1.2 deste Relatório.

do PIB em 2023 aumentou de 2,0% para 2,9%.³⁵ O mercado de trabalho tem mostrado certa resiliência. Medidos pela PNAD-C, a taxa de desocupação voltou a recuar e a população ocupada cresceu. Quando se consideram os empregos formais medidos pelo Novo Caged, as contratações líquidas têm sido positivas, embora em números relativamente decrescentes. No mesmo sentido, o Nuci, que havia atingido no terceiro trimestre de 2022 os maiores valores desde 2014 e depois caído até o início de 2023, teve recuperação parcial.

O hiato do produto projetado é de -0,8% para o último trimestre de 2023, portanto, um pouco mais aberto que o nível estimado para o trimestre corrente, mas mais fechado do que o projetado no Relatório anterior, em -1,5%. Para o último trimestre de 2024, projeta-se hiato de -0,8% e depois segue trajetória de estreitamento. O principal fator para esse comportamento é a trajetória utilizada da taxa Selic, com a redução de 0,50 p.p. na reunião do Copom de agosto e movimento de queda à frente extraído da pesquisa Focus.

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



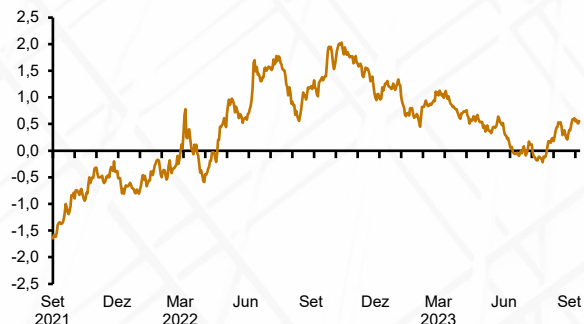
Obs.: Selic real calculada com base na taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas variáveis extraídas da pesquisa Focus.

Na comparação com o Relatório anterior, 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, caiu em todo o horizonte considerado (Gráfico 2.2.5). Os valores refletem a queda na trajetória da Selic nominal (Gráfico 2.2.2) em magnitude superior à redução das expectativas de inflação. Nessa métrica, depois de ter atingido vale de -1,3% a.a. no último trimestre de 2020, a taxa de juros real entrou em trajetória rapidamente ascendente, alcançando valor máximo de 7,8% no quarto trimestre de 2022. A taxa teve leve queda no primeiro semestre de 2023 (7,7%), que prossegue com maior intensidade nos trimestres seguintes na trajetória considerada. A taxa real cai para 6,9% no terceiro trimestre de 2023 e atinge 6,3% ao final do ano, 5,1% 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 FGV, a incerteza teve queda em junho e julho e aumento em agosto, mas ficando ainda abaixo dos níveis de maio. 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.

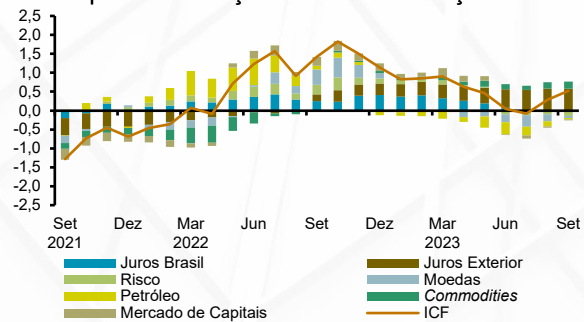
35/ Ver o boxe “Projeções para a evolução do PIB em 2023 e 2024”, deste Relatório.

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: 01.09.2021–15.09.2023.

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 set/2023 refere-se à média até o dia 15.

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

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Meta	RI de junho	RI de setembro	Diferença (p.p.)
2023	III		5,4	5,3	-0,1
2023	IV	3,25	5,0	5,0	0,0
2024	I		4,1	4,1	0,0
2024	II		4,1	4,2	0,1
2024	III		3,7	3,9	0,2
2024	IV	3,00	3,4	3,5	0,1
2025	I		3,2	3,2	0,0
2025	II		3,1	3,1	0,0
2025	III		3,0	3,0	0,0
2025	IV	3,00	3,1	3,1	0,0
2026	I		-	3,1	-
2026	II		-	3,1	-
2026	III		-	3,1	-
2026	IV	3,00	-	3,1	-

As condições financeiras oscilaram desde o Relatório anterior, como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC (Gráficos 2.2.6 e 2.2.7).³⁶ O ICF teve queda em julho e elevação em agosto e setembro (valor médio até o dia 15), interrompendo tendência de queda depois de ter atingido pico em outubro de 2022. Para a queda do ICF em julho, os principais fatores foram a redução das taxas de juros futuras domésticas, a queda do risco país, a apreciação do real, o aumento dos preços das *commodities* agrícolas e metálicas e a valorização das bolsas doméstica e externas, que mais do que contrabalançaram o aumento do preço do petróleo e a elevação de taxas de juros futuras em países avançados. Entretanto, em agosto e setembro, estes dois últimos fatores continuaram ganhando força, acompanhados pela apreciação global do dólar norte-americano, depreciação do real, redução no preço de *commodities* agrícolas e metálicas e queda na bolsa de valores doméstica. 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 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 para todos os anos, fenômeno que já havia ocorrido no Relatório anterior. Para 2023, a mediana caiu de 5,12% para 4,86%; para 2024, passou de 4,00% para 3,86%; e para 2025 e 2026, de 3,80% para 3,50%.

Projeções de inflação

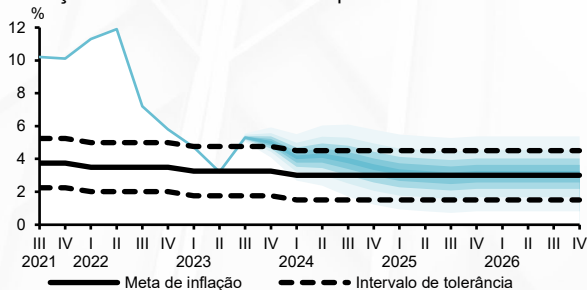
As projeções apresentadas representam a visão do Copom e são resultado da combinação dos seguintes elementos: i. análise de conjuntura e projeções de especialistas para preços livres para horizontes mais curtos e para preços administrados

36/ 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 2.2.2 – Projeção de inflação e intervalos de probabilidade – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	%							
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%	
2023	III	5,2	5,2	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4	
2023	IV	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,4	
2024	I	3,5	3,8	4,0	4,1	4,2	4,4	4,7	
2024	II	3,5	3,8	4,1	4,2	4,3	4,6	5,0	
2024	III	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8	
2024	IV	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4	
2025	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1	
2025	II	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	
2025	III	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9	
2025	IV	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	
2026	I	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	
2026	II	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	
2026	III	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	
2026	IV	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0	

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

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
2023	1,75	0	4,75	67
2024	1,50	7	4,50	24
2025	1,50	12	4,50	16
2026	1,50	12	4,50	16

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

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.³⁷

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 apresenta oscilação ao longo de 2023 em função da presença ou não, no período considerado, dos efeitos da desoneração de combustíveis, concentrados no terceiro trimestre de 2022, e da reoneração de gasolina e etanol ocorridas no primeiro e terceiro trimestres de 2023. Um dos resultados é o significativo aumento na projeção da inflação acumulada em doze meses entre o segundo e o terceiro trimestres de 2023, com o descarte do terceiro trimestre de 2022. A projeção é que a inflação termine em 5,0% no final de 2023, inferior à de 2022, de 5,8%, e acima do limite superior do intervalo de tolerância (4,75%) da meta para a inflação (3,25%). A inflação projetada cai para 3,5% em 2024 e 3,1% 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), destaca-se, no cenário de referência, o aumento da probabilidade de a inflação ficar acima do limite superior em 2023, que passou de cerca de 61% no Relatório anterior para 67% neste Relatório.

Na comparação com o Relatório de Inflação anterior, no cenário de referência, as projeções de inflação tiveram poucas alterações. Vários fatores atuaram para cima e para baixo, mas tenderam em boa medida a se compensarem. Os principais fatores que contribuíram para o aumento ou redução das projeções de inflação são listados abaixo.

Principais fatores de revisão para cima:

- trajetória mais baixa da taxa Selic da pesquisa Focus;
- forte subida do preço do petróleo; e
- indicadores de atividade econômica mais fortes do que o esperado.

37/ Ver o box [Sistema de análise e projeções do BC](#), do Relatório de março de 2023.

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 junho	RI de setembro	RI de junho	RI de setembro	RI de junho	RI de setembro
2023	5,0	5,0	3,7	3,2	9,0	10,5
2024	3,4	3,5	2,9	3,1	4,6	4,5
2025	3,1	3,1	2,9	2,9	3,4	3,6
2026	-	3,1	-	3,1	-	3,4

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

Principais fatores de revisão para baixo:

- inflação observada recentemente menor do que a esperada; e
- queda das expectativas de inflação.

Quando se consideram os grupos de preços livres e administrados (Tabela 2.2.4), na comparação com o Relatório anterior, destaca-se o movimento oposto entre preços livres e administrados. Em particular, para 2023, houve queda significativa na projeção da inflação de preços livres, puxada principalmente por alimentação no domicílio, e forte aumento na projeção para administrados, impactada pelo acentuado crescimento do preço do petróleo.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em agosto (256ª reunião), houve aumento de 0,1 p.p. para 2023, 2024 e 2025 (ver Ata da 256ª reunião). Os fatores principais foram, em geral, similares aos apontados na comparação com as projeções do Relatório anterior, destacando-se entre as diferenças a maior variação cambial considerada.

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

O ambiente externo mostra-se mais incerto, com a continuidade do processo de desinflação, a despeito de núcleos de inflação ainda elevados e resiliência nos mercados de trabalho de diversos países. Os bancos centrais das principais economias permanecem determinados em promover a convergência das taxas de inflação para suas metas. O Comitê notou a elevação das taxas de juros de longo prazo dos Estados Unidos e a perspectiva de menor crescimento na China, ambas exigindo maior atenção por parte de países emergentes.

Em relação ao cenário doméstico, observou-se maior resiliência da atividade econômica do que anteriormente esperado, mas o Copom segue antecipando um cenário de desaceleração da economia nos próximos trimestres. Como antecipado, ocorreu uma elevação da inflação cheia ao consumidor acumulada em doze meses no período recente. As medidas mais recentes de inflação subjacente apresentaram queda, mas ainda se situam acima da meta para a inflação. As expectativas de inflação para 2023, 2024 e 2025 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 4,9%, 3,9% e 3,5%, respectivamente.

Em sua reunião recente (257ª 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.

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 reforça 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 12,75% 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 menor, 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 e por expectativas de inflação com reancoragem parcial, 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.

Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, anteveem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões e avaliam que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário. O Comitê ressalta ainda 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 as de maior prazo, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil **Membros do 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 Administração

Diogo Abry Guillen
Diretor de Política Econômica

Fernanda Magalhães Rumenos Guardado
Diretora de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

Gabriel Muricca Galípolo
Diretor de Política Monetária

Maurício Costa de Moura
Diretor de Relacionamento Institucional e Cidadania

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor de Regulação

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

Membros do 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

Diretora

Fernanda Magalhães Rumenos Guardado

Diretor

Gabriel Muricca Galípolo

Diretor

Maurício Costa de Moura

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Renato Dias de Brito Gomes

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

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

Fabia Aparecida de Carvalho

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
ABCR	Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias
Abecip	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
ABPO	Associação Brasileira do Papelão Ondulado
Abrainc	Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias
ANS	Agência Nacional de Saúde Suplementar
APU	Administração, Defesa, Educação e Saúde Públicas e Seguridade Social
BC	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
CBIC	Câmara Brasileira da Indústria da Construção
CBS	Contribuição sobre Bens e Serviços
CCT	Convenções Coletivas de Trabalho
CMN	Conselho Monetário Nacional
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Comef	Comitê de Estabilidade Financeira
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
Covid-19	Doença Coronavírus
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
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
Empapel	Associação Brasileira de Embalagens em Papel
ENA	Energia Natural Afluente
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FCDF	Fundo Constitucional do Distrito Federal
FCVS	Fundo de Compensação de Variações Salariais
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
Fipe	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação
GNL	Gás Natural Liquefeito

HICP	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBS	Imposto sobre Bens e Serviços
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
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IRPJ	Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas
ISS	Imposto sobre Serviços
ITCC	Insumos típicos da construção civil
LC	Lei Complementar
LOA	Lei Orçamentária Anual
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
MBS	Ativos Lastreados em Hipotecas
MCMV	Minha Casa, Minha Vida
ME	Ministério da Economia
Mediador	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
MM3M	Média móvel de 3 meses
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NOAA	<i>National Oceanic and Atmospheric Administration</i>
Novo Caged	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
ONI	<i>Oceanic Niño Index</i>
ONS	Operador Nacional do Sistema Elétrico
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
Opep+	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PEAC	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
PEC	Proposta de Emenda Constitucional
PF	Pessoa física
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PIS	Programa de Integração Social
PJ	Pessoa jurídica
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
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
RFB	Secretaria da Receita Federal do Brasil
RI	Relatório de Inflação
RNDBF	Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias
SCR	Sistema de Informações de Crédito
Secex	Secretaria de Comércio Exterior
Secovi-SP	Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis e dos Condomínios Residenciais e Comerciais em São Paulo
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SIN	Sistema Interligado Nacional
SIUP	Serviços Industriais de Utilidade Pública
STF	Supremo Tribunal Federal
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
VAB	Valor Adicionado Bruto
VAR	Vetor autorregressivo
VP	Valor produzido